BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2013

banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)

© 2013 Banque du Canada

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Janvier 2013

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane et Agathe Côté.

La banque centrale doit, pour atteindre son objectif, imprimer une orientation à la politique monétaire qui s'adapte à l'évolution des conditions économiques. [...] Son objectif, comme toujours, est de faire en sorte que les ménages, les entreprises et les investisseurs puissent prendre leurs décisions dans une conjoncture macroéconomique stable.

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
11 décembre 2012
Toronto (Ontario)

Table des matières

L'économie mondiale 1

La conjoncture financière mondiale 3

Les États-Unis 6

Encadré 1 : L'incidence de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012* 8

La zone euro 10

Le Japon 11

Les économies de marché émergentes 12

Les cours des produits de base 13

Les implications pour l'économie canadienne 14

Le dollar canadien 16

L'économie canadienne 17

Les conditions financières 18

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 22

L'économie réelle 24

Encadré 2 : L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie 27

L'inflation 32

Les risques entourant les perspectives 37

L'économie mondiale

Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles que celles projetées par la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'octobre. Parallèlement, les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe. La croissance se poursuit à un rythme graduel aux États-Unis, étant restreinte par la réduction des leviers d'endettement en cours dans les secteurs public et privé, la faiblesse de l'économie mondiale et, plus récemment, l'incertitude entourant les négociations budgétaires. Malgré une nette amélioration sur les marchés des titres souverains des pays périphériques, l'Europe demeure en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que le ralentissement de l'activité se prolongera un peu plus qu'anticipé en octobre. L'expansion se renforce en Chine, mais l'activité a encore décéléré dans certaines autres grandes économies émergentes.

- *Les perspectives économiques mondiales sont légèrement plus faibles...*
- *... parallèlement, les risques extrêmes ont diminué à l'échelle du globe.*

Selon les estimations, la croissance économique mondiale a nettement ralenti en 2012, reculant à 3,0 %, alors qu'elle s'établissait à 3,9 % en 2011. En 2013, l'économie du globe devrait continuer de progresser modestement, à un rythme de 2,9 %, avant de grimper à 3,5 % en 2014 (**Tableau 1**). Le scénario de référence de la Banque table sur les hypothèses suivantes : la crise de la zone euro restera contenue et un resserrement très marqué de la politique budgétaire américaine sera évité. Dans l'ensemble, l'évolution récente étaye ces hypothèses.

Face aux capacités inutilisées considérables au sein de certaines économies avancées et à l'absence de tensions inflationnistes sous-jacentes, les banques centrales de ces pays ont recouru de nouveau à des mesures

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,8 (1,8)	2,3 (2,1)	2,1 (2,3)	3,1 (3,2)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,4 (-0,5)	-0,3 (0,4)	0,8 (1,0)
Japon	6	-0,5 (-0,7)	2,0 (2,2)	1,0 (1,0)	1,2 (1,1)
Chine	14	9,3 (9,3)	7,8 (7,6)	7,8 (7,7)	7,7 (7,7)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,1 (3,2)	3,0 (3,1)	3,5 (3,3)
Ensemble du monde	100	3,9 (3,8)	3,0 (3,0)	2,9 (3,1)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

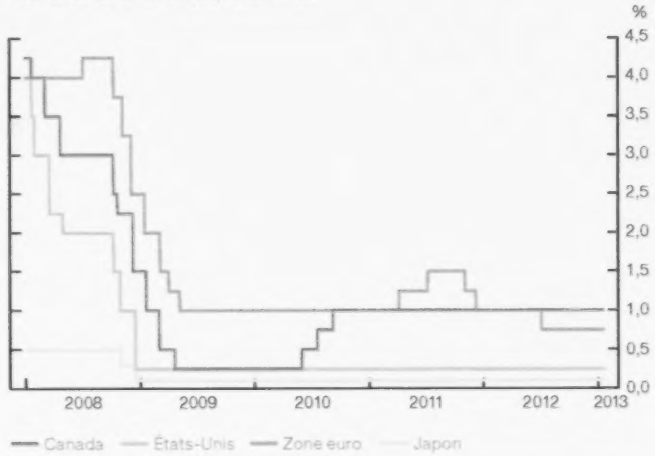
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Source : Banque du Canada

non traditionnelles tout en maintenant leurs taux directeurs à des niveaux historiquement bas (Graphique 1 et Graphique 2). Soutenus par ces actions et par l'évolution positive des politiques en Europe, les conditions financières mondiales se sont améliorées et les prix des produits de base sont restés à des niveaux historiquement élevés.

Graphique 1 : **Les taux directeurs des économies avancées sont à des niveaux historiquement bas...**

Taux directeurs, données quotidiennes

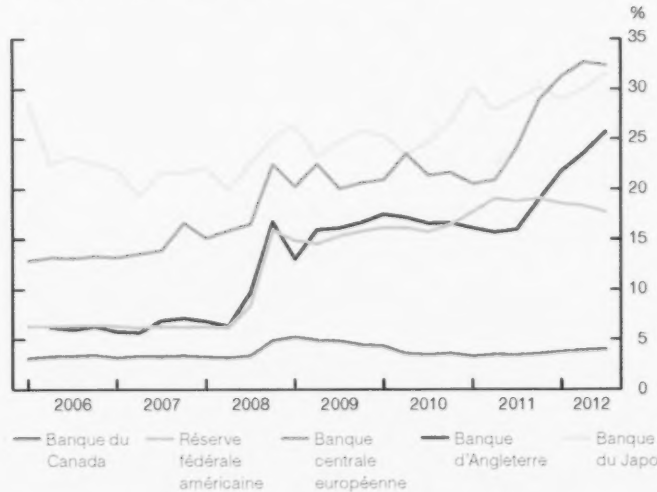


Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon — Dernière observation : 18 janvier 2013

Graphique 2 : **... et certaines banques centrales ont recouru de nouveau à des mesures non traditionnelles**

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, données trimestrielles



Sources : Banque du Canada et Statistique Canada; Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon) — Dernière observation : 2012T3

La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont améliorées.

Les conditions financières mondiales se sont améliorées depuis la parution du dernier *Rapport* et soutiennent de plus en plus l'expansion. Les investisseurs continuent à se montrer prudents, toutefois, en raison des préoccupations persistantes concernant les perspectives de croissance économique dans le monde, la mise en œuvre des politiques dans la zone euro ainsi que l'incertitude entourant les perspectives budgétaires aux États-Unis et les négociations portant sur le plafond de la dette. Les volumes de transactions pour l'ensemble des catégories d'actifs ont généralement été faibles ces derniers mois; en effet, bon nombre de participants au marché ont préféré adopter un comportement attentiste.

Des risques considérables subsistent néanmoins.

Dans la zone euro, certains facteurs positifs ont donné lieu à un assouplissement notable des conditions financières depuis la publication du *Rapport* en octobre. Les ministres des Finances de la zone euro (l'Eurogroupe) ont convenu de verser à la Grèce la prochaine tranche du prêt accordé par le Fonds européen de stabilité financière et de soutenir davantage la viabilité à long terme de la dette de ce pays en allongeant la durée des prêts et en réduisant le taux d'intérêt appliqué à ceux-ci[1]. Les ministres des Finances de l'Union européenne sont aussi parvenus à un accord sur un cadre de surveillance bancaire unifiée pour la zone euro. Compte tenu de ces facteurs et d'autres évolutions, les conditions de financement se sont améliorées pour les banques européennes. Qui plus est, les marchés obligataires des pays périphériques de la zone euro et les marchés boursiers européens ont fait bonne figure depuis octobre. Les rendements des obligations à dix ans de la plupart des pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé, retournant aux niveaux enregistrés à la fin de 2010 (**Graphique 3**), et les indices boursiers de la zone ont affiché des rendements supérieurs à ceux de la plupart des autres grandes économies (**Graphique 4**). Des risques considérables subsistent néanmoins. On observe des signes que le système financier européen est encore fragmenté, ce qui contribue aux écarts entre les taux débiteurs d'un pays à l'autre et, selon la dernière enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro, les banques continuent de durcir les normes d'octroi de prêts aux entreprises.

La Réserve fédérale a fait part de son intention d'accentuer la détente monétaire.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a fait part de son intention d'accentuer la détente monétaire en achetant des titres du Trésor à long terme, pour une valeur de 45 milliards de dollars É.-U. par mois[2]. Cette nouvelle initiative, qui remplace le programme de prolongation des échéances venu à expiration récemment, était conforme aux attentes du marché. La Réserve fédérale a aussi modifié ses indications prospectives en liant d'éventuelles hausses de taux d'intérêt à des seuils précis pour les indicateurs économiques (au lieu de fournir un horizon temporel conditionnel). Par conséquent, le taux des fonds fédéraux devrait se maintenir à des niveaux exceptionnellement bas, du moins tant et aussi longtemps que le taux de chômage continue de dépasser 6,5 %, sous réserve que l'inflation projetée pour l'année prochaine et l'année d'après reste inférieure à 2,5 % et que les attentes d'inflation à long terme demeurent bien ancrées.

1 Les États membres ont autorisé le versement de la tranche et celui-ci a été approuvé officiellement par l'Eurogroupe le 13 décembre 2012. Par ailleurs, le Conseil d'administration du FMI a terminé son examen de la tenue économique de la Grèce dans le cadre d'un programme conclu au titre du mécanisme élargi de crédit et a approuvé le versement du prêt le 16 janvier 2013.

2 Cette acquisition vient s'ajouter à l'achat, annoncé plus tôt, de titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines, au rythme de 40 milliards de dollars É.-U. par mois.

Graphique 3 : **Les rendements des obligations d'État des pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé...**

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes

Source : Bloomberg

Dernière observation : 18 janvier 2013

Graphique 4 : **... tandis que les cours mondiaux des actions ont augmenté**

Base 100 de l'indice : 3 janvier 2012, données quotidiennes

Source : Bloomberg

Dernière observation : 18 janvier 2013

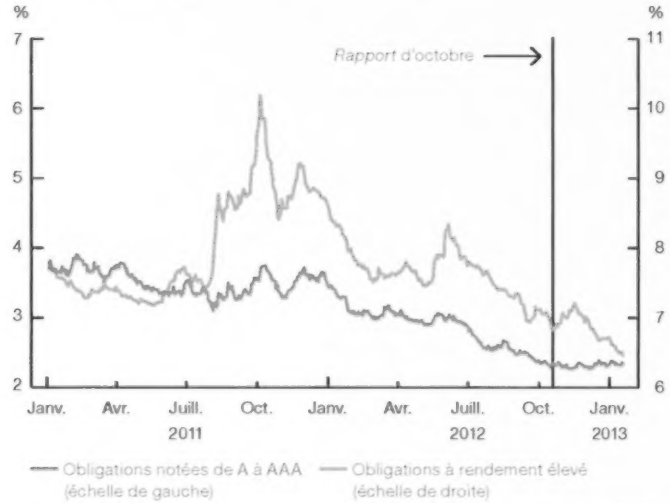
La confiance s'est améliorée sur les marchés financiers américains à la suite de la résolution partielle du problème du précipice budgétaire, les rendements des titres du Trésor américain et autres obligations d'État ayant augmenté sensiblement, surtout pour le segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. Les conditions financières aux États-Unis continuent néanmoins d'alimenter la croissance, les rendements des obligations de sociétés avoisinant des creux records malgré la hausse des rendements des obligations du Trésor américain (**Graphique 5**). Les écarts de taux relatifs aux obligations américaines à rendement élevé se sont encore rétrécis,

La confiance s'est améliorée sur les marchés financiers américains.

et l'émission de ces titres est demeurée exceptionnellement robuste, à la faveur de la vigueur de la demande des investisseurs pour les obligations de sociétés (**Graphique 6**). Si le débat autour du précipice budgétaire a exercé des pressions à la baisse sur les cours des actions américaines vers la fin de 2012, ceux-ci ont rebondi depuis, sous l'effet de l'amélioration récente du climat sur les marchés.

Graphique 5 : **Les rendements des obligations de sociétés américaines se situent près des creux historiques...**

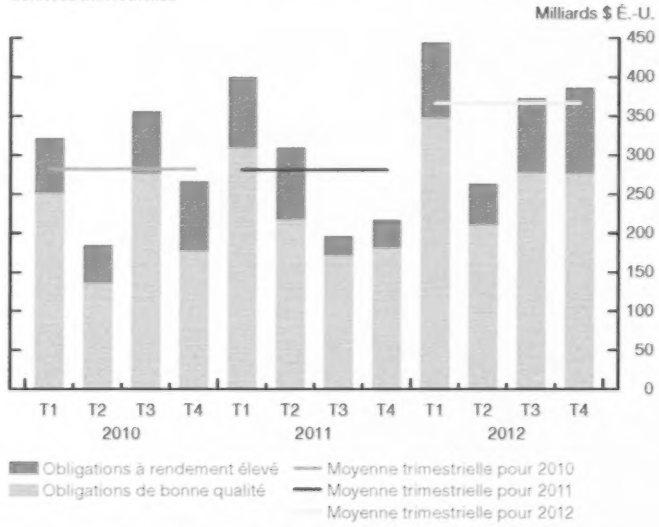
Rendements à l'échéance des obligations de sociétés américaines, données quotidiennes



Source : Merrill Lynch — Dernière observation : 18 janvier 2013

Graphique 6 : **... et l'émission d'obligations de sociétés a été soutenue**

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars américains, données trimestrielles



Nota : Les moyennes trimestrielles tiennent compte à la fois des obligations à rendement élevé et des obligations de bonne qualité.

Source : Bloomberg — Dernière observation : 2012T4

Les États-Unis

La croissance du PIB des États-Unis s'est accélérée pour s'établir à 3,1 % au troisième trimestre de 2012. La hausse temporaire des dépenses militaires et une forte contribution des investissements en stocks ont plus que contrebalancé le recul des investissements fixes des entreprises, qui découlait en partie de l'incertitude persistante entourant l'orientation future de la politique budgétaire. Cependant, la Banque estime que la croissance du PIB américain a nettement ralenti au quatrième trimestre de 2012, en raison de l'effet modérateur de l'atonie de la demande extérieure, du frein constant exercé par la vive incertitude et des effets de l'ouragan Sandy.

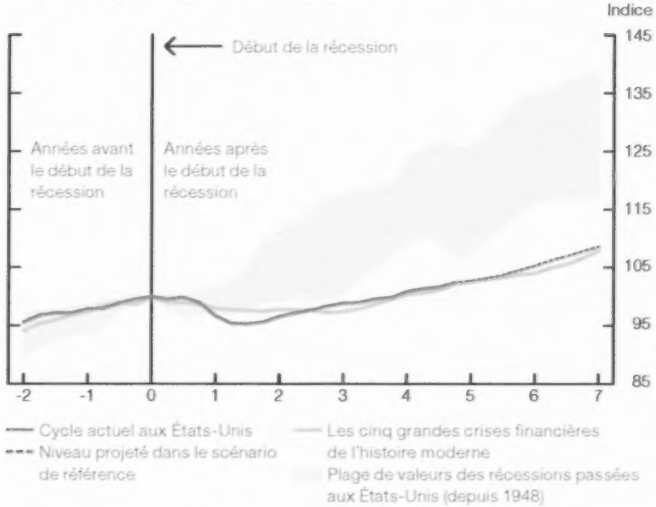
La Banque estime que la croissance du PIB des États-Unis a nettement ralenti au quatrième trimestre.

Le rythme de l'économie américaine devrait s'accroître progressivement tout au long de 2013 et 2014. En moyenne annuelle, la croissance du PIB devrait atteindre 2,1 % en 2013 et 3,1 % en 2014, ce qui représente une légère révision à la baisse par rapport aux chiffres d'octobre. La croissance est soutenue par une politique monétaire fortement expansionniste, une réduction de l'incertitude entourant la politique budgétaire, l'amélioration continue dans le marché du logement et un raffermissement graduel de la demande extérieure. Toutefois, l'assainissement budgétaire et, dans une moindre mesure, la réduction du levier d'endettement des ménages continueront à brider l'activité. Dans l'ensemble, l'économie américaine devrait progresser à une cadence relativement modeste, comme cela a été le cas pour d'autres économies aux prises avec de graves crises financières (Graphique 7).

Le rythme de l'économie américaine devrait s'accroître progressivement.

Graphique 7 : **La croissance du PIB réel des États-Unis devrait rester modérée**

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

L'assainissement budgétaire freinera sensiblement la croissance économique aux États-Unis, comme prévu dans le *Rapport* d'octobre. Même si le précipice budgétaire a été dans une large mesure évité grâce à l'adoption de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*, des négociations portant sur d'autres questions importantes sont en cours et beaucoup d'incertitude subsiste. La Banque estime toujours que la politique budgétaire américaine retranchera environ 1,5 point de pourcentage à la croissance en 2013 et en 2014 (**Encadré 1**).

L'assainissement budgétaire freinera sensiblement la croissance économique.

Les ménages américains ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans (**Graphique 8**). Cependant, si l'effet modérateur exercé par la réduction de leur levier d'endettement devrait s'amoindrir au cours de la période de projection, le resserrement de la politique budgétaire et un raffermissement graduel de l'emploi donnent à penser que les dépenses de consommation ne progresseront que modestement. L'investissement résidentiel, en revanche, a connu une vive remontée ces derniers trimestres, par rapport, il est vrai, aux creux historiques où il se trouvait précédemment. La confiance des constructeurs d'habitations s'est améliorée de façon notable, et le nombre de mises en chantier est nettement supérieur au niveau auquel il se situait il y a un an (**Graphique 9**). La demande fondamentale liée à l'évolution démographique et l'accessibilité à la propriété grandement accrue devraient stimuler la construction résidentielle pendant la période de projection.

Les ménages américains ont accompli des progrès considérables dans l'assainissement de leurs bilans.

Les investissements fixes des entreprises américaines ont fortement ralenti au cours des trois premiers trimestres de 2012 en raison de l'incertitude plus vive entourant les perspectives budgétaires (**Graphique 10**). On s'attend à une augmentation rapide des dépenses d'investissement des entreprises au milieu de 2013, à la faveur de la solidité financière de ces dernières et des taux de rendement des obligations de sociétés se situant à des creux historiques. Toutefois, selon les projections de la Banque, le niveau d'investissement sera plus bas que prévu au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, étant donné l'incidence plus marquée et plus persistante des capacités excédentaires élevées et les conditions d'emprunt difficiles dans le secteur de l'immobilier commercial.

Les investissements fixes des entreprises américaines ont fortement ralenti en raison de l'incertitude plus vive.

Graphique 8 : **La réduction du levier d'endettement des ménages américains a énormément progressé**

Données trimestrielles

Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans les calculs de la dette aux États-Unis.
Sources : Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine et Bureau of Economic Analysis des États-Unis
Dernière observation : 2012T3

Encadré 1

L'incidence de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*

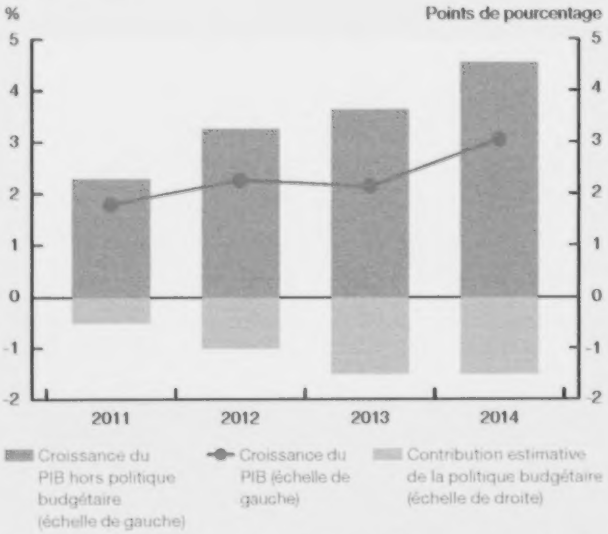
Comme on s'y attendait au moment de la parution du *Rapport* d'octobre, ce que l'on appelle le « précipice budgétaire » (ou encore « mur budgétaire ») a été évité grâce à la récente promulgation de l'*American Taxpayer Relief Act of 2012*. Le terme « précipice budgétaire » désigne un ensemble de dispositions fiscales sur le point d'expirer et de réductions des dépenses qui devaient entrer en vigueur automatiquement en janvier 2013. Selon les estimations de la Banque, les mesures en question représentaient un effort de redressement budgétaire supplémentaire de près de 600 milliards de dollars américains (4,1 % du PIB des États-Unis) en 2013.

Bien que l'*American Taxpayer Relief Act* ait permis d'annuler la plupart des hausses d'impôt prévues, deux exceptions méritent d'être soulignées : 1) les taux d'imposition marginaux du revenu, des gains en capital et des dividendes ont été majorés pour les personnes qui gagnent plus de 400 000 dollars et les ménages dont les revenus dépassent 450 000 dollars; 2) la réduction provisoire de 2 % du taux de cotisation sociale pour les salariés a pris fin le 1er janvier. Les autres exonérations fiscales qui devaient expirer sont devenues permanentes (par exemple, les allègements accordés par l'administration Bush aux ménages à faible et à moyen revenu) ou ont été temporairement reconduites — c'est notamment le cas du traitement fiscal de la dépréciation du capital pour les entreprises. En outre, l'impôt minimum de remplacement a été indexé de manière permanente sur l'inflation. L'entente intervenue maintient également jusqu'à la fin de 2013 le versement de l'allocation de chômage aux chômeurs de longue durée. Au total, on estime que cette entente, à elle seule, entraînera un resserrement budgétaire d'environ 150 milliards de dollars américains en 2013, lequel s'ajoutera aux mesures d'assainissement des finances publiques déjà convenues.

Néanmoins, un certain nombre de questions ne sont toujours pas réglées. Premièrement, les législateurs devront s'attaquer au problème du plafond de la dette publique d'ici la fin de février. Deuxièmement, l'application des compressions budgétaires (qui totaliseront approximativement 80 milliards de dollars américains en 2013) a été reportée de deux mois; on s'attend à ce qu'elle soit renégociée et à ce que le gros des répercussions ne se fasse sentir qu'après 2013. Enfin, l'entente de financement conclue entre l'administration américaine et le Congrès (la loi de finances provisoire) expirera à la fin de mars; si aucune solution n'est trouvée, les fonctions non essentielles du gouvernement seront interrompues. Il faudra parvenir à un accord sur ces questions avant la fin de février, lequel préparera le terrain pour une autre série d'âpres négociations. En dépit de la grande incertitude entourant l'issue des négociations à venir, la Banque est d'avis que l'hypothèse d'un freinage budgétaire équivalant à 1,5 point de pourcentage intégrée à ses prévisions d'octobre dernier pour 2013 et 2014 demeure raisonnable (**Graphique 1-A**). Cependant, le moment où le freinage surviendra au cours de cette période pourrait différer quelque peu.

Graphique 1-A : **L'assainissement des finances publiques devrait considérablement ralentir la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014**

Contribution à la croissance du PIB réel en points de pourcentage, données annuelles



Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance traduit à la fois l'effet direct des mesures prises sur les dépenses publiques et leurs retombées indirectes sur les autres composantes de la demande globale.

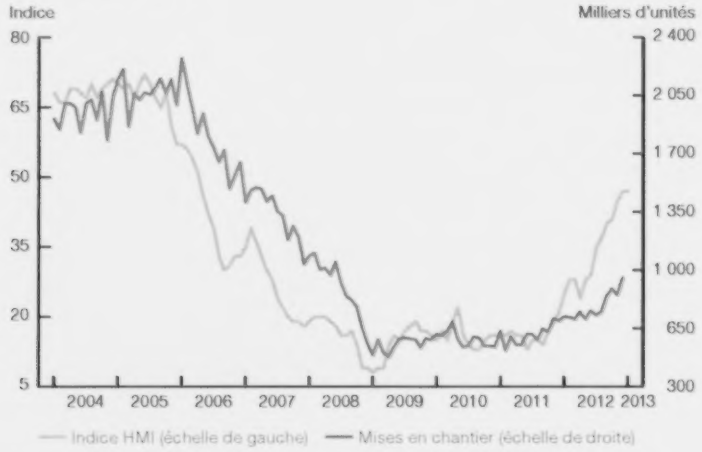
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Le processus de résolution de ces problèmes budgétaires a accentué l'incertitude chez les entreprises et les ménages américains. Bien qu'il soit difficile d'établir avec précision les retombées négatives de l'incertitude, celle-ci semble en grande partie responsable du soudain ralentissement, au cours de la dernière année, des investissements fixes non résidentiels aux États-Unis[1]—une composante de la demande américaine particulièrement importante pour les exportateurs canadiens. La croissance des dépenses d'investissement dans ce pays devrait s'accélérer à mesure que l'incertitude liée à la politique budgétaire se dissipera.

1 Le taux de croissance trimestriel annualisé moyen des investissements est passé de 10 % en 2011 à environ 3 % durant les trois premiers trimestres de 2012.

Graphique 9 : **Le marché américain du logement se redresse**

Données mensuelles

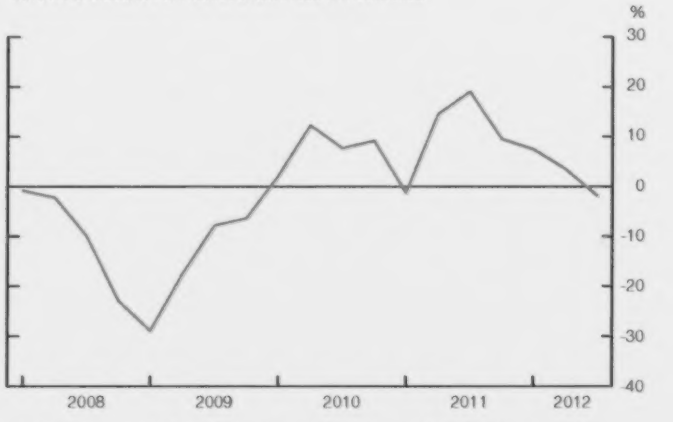


Nota : L'indice HMI (Housing Market Index) est fondé sur les résultats d'une enquête mensuelle, réalisée auprès des membres de la National Association of Home Builders, et vise à prendre le pouls du marché des logements unifamiliaux.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis et National Association of Home Builders — Dernières observations : décembre 2012 et janvier 2013

Graphique 10 : **Le climat d'incertitude a pesé sur les investissements fixes des entreprises aux États-Unis**

Taux de croissance annualisés, données trimestrielles



Source : Bureau of Economic Analysis des États-Unis — Dernière observation : 2012T3

La croissance des exportations américaines devrait rester faible au début de 2013, étant modérée par l'atonie de la demande émanant des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, en particulier l'Europe. Un raffermissement graduel devrait s'amorcer à compter du milieu de l'année, lorsque la demande mondiale commencera à se redresser. Néanmoins, les exportations sont un peu plus faibles que prévu précédemment, ce qui concorde avec les révisions à la baisse des perspectives pour le Canada et la zone euro. Même si les importations américaines devraient augmenter sous l'effet de l'amélioration de la demande intérieure, les importations d'énergie d'outremer seront freinées par la production accrue à partir de sources intérieures[3].

◂ *Les exportations américaines sont un peu plus faibles que prévu précédemment.*

3 Selon l'Energy Information Administration des États-Unis, la production américaine de pétrole devrait passer de 5,65 millions de barils par jour en 2011 à près de 8 millions en 2014.

La zone euro

Le PIB de la zone euro a reculé de 0,3 % au troisième trimestre de 2012, ce qui constitue sa quatrième baisse d'affilée, et les indicateurs récents donnent à penser que la récession s'est aggravée au quatrième trimestre. Le repli de la production industrielle en Allemagne et en France porte à croire que la faiblesse de la demande émanant des pays périphériques bride de plus en plus l'activité dans les grandes économies, en particulier les investissements des entreprises (**Graphique 11**).

Malgré l'amélioration du climat sur les marchés, l'économie de la zone euro devrait demeurer anémique.

Malgré l'amélioration du climat sur les marchés, l'économie de la zone euro devrait demeurer anémique, la réduction du levier d'endettement des banques, l'austérité budgétaire, les tensions sur le marché financier et l'incertitude élevée pesant sur la croissance de la demande intérieure (**Graphique 12**). Les données récentes sur l'activité réelle et le crédit bancaire laissent entrevoir que la reprise économique sera plus lente qu'on ne le croyait à l'origine, en partie parce que les mesures d'austérité budgétaire et les conditions du crédit difficiles nuisent à l'activité économique plus que prévu. Par conséquent, la croissance du PIB de la zone euro a été révisée à la baisse pour 2013 et 2014. Elle s'établit maintenant à -0,3 % et à 0,8 %, respectivement.

L'inflation devrait glisser sous 2 % en 2013.

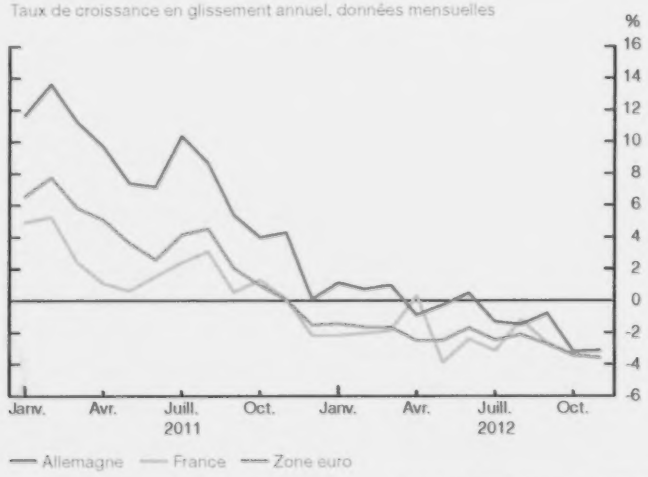
Même si sa progression a quelque peu ralenti récemment, l'inflation globale demeure légèrement supérieure à la cible de la Banque centrale européenne, qui vise un taux « inférieur à, mais proche de, 2 % », sous l'effet des prix élevés de l'énergie et du relèvement des impôts indirects et des prix administrés dans certains pays de la zone. L'inflation devrait toutefois glisser sous 2 % en 2013, après que ces facteurs temporaires se seront dissipés, puisque d'importantes capacités excédentaires continuent d'atténuer les pressions exercées sur les prix.

Des ajustements budgétaires et structurels considérables seront nécessaires durant une longue période.

Bien que les risques extrêmes associés à l'Europe aient diminué, des ajustements budgétaires et structurels considérables seront nécessaires durant une longue période pour contenir la crise et ramener la zone euro sur une trajectoire viable. La confiance des marchés et des entreprises ne devrait donc se rétablir que progressivement.

Graphique 11 : **La production industrielle diminue dans des pays centraux de la zone euro**

Taux de croissance en glissement annuel, données mensuelles

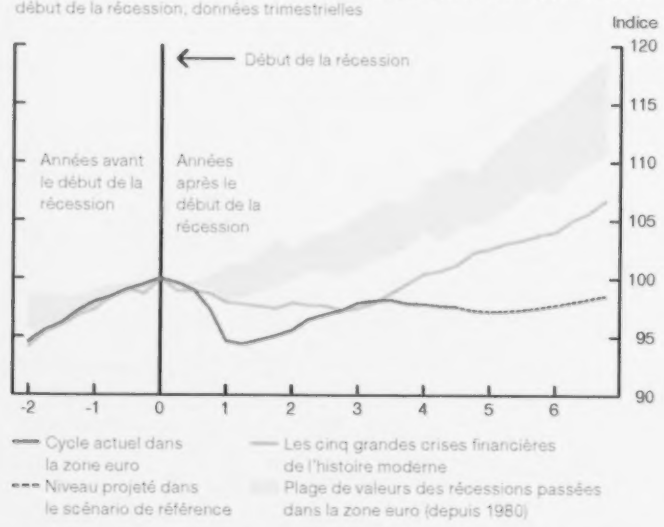


Source : Eurostat

Dernière observation : novembre 2012

Graphique 12 : **L'Europe stagne**

Évolution du PIB réel dans la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

Le Japon

Le PIB réel du Japon a reculé de 3,5 % au troisième trimestre de 2012, en raison d'un repli marqué à la fois des exportations et de la demande intérieure privée. Si la récente faiblesse peut être attribuée en partie aux tensions géopolitiques avec la Chine, la contraction a été plus prononcée et plus généralisée qu'anticipé en octobre.

Le PIB réel devrait progresser à un rythme modeste en 2013 et en 2014. Un raffermissement graduel de la demande étrangère, favorisé par le retour à des relations plus normales avec la Chine et les effets retardés de la récente dépréciation du yen, devrait stimuler l'activité économique. La croissance de la demande intérieure continue de reposer sur les politiques macroéconomiques, les nouvelles mesures de relance monétaire et budgétaire faisant plus que compenser la diminution des dépenses de reconstruction consécutives au séisme[4]. Le relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée devrait cependant brider la croissance en 2014[5].

◂ *Le PIB réel du Japon devrait progresser à un rythme modeste en 2013 et en 2014.*

4 Des stimulants budgétaires additionnels, dont un « plan de relance d'urgence » de plus de 13 billions de yens approuvé par le Cabinet le 15 janvier dans le cadre de l'adoption d'un budget supplémentaire comportant des mesures d'allègement fiscal et d'augmentation des dépenses publiques, ainsi qu'une nouvelle détente monétaire annoncée le 20 décembre devraient dynamiser la croissance du PIB au cours de la période de projection.

5 Au Japon, la taxe sur la valeur ajoutée passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015. Le nouveau gouvernement a indiqué, cependant, que ce relèvement sera fonction de la situation économique du moment.

Les économies de marché émergentes

La progression du PIB réel de la Chine s'est accélérée au quatrième trimestre, passant à 7,9 % en glissement annuel, ce qui cadre avec l'amélioration de la production industrielle observée dernièrement (**Graphique 13**). Cette remontée fait suite à une décélération graduelle au cours des trois dernières années, attribuable principalement à une réduction de l'expansion de la demande étrangère et, plus récemment, aux efforts déployés par les autorités chinoises pour calmer la surchauffe sur le marché immobilier. Comme dans le *Rapport* d'octobre, la Banque s'attend à ce que la croissance économique se stabilise à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 % d'ici 2014, soutenue à court terme par les mesures de politique budgétaire annoncées et la vigueur de la progression du crédit et, par la suite, par un raffermissement de la demande mondiale. De plus, des hausses salariales appréciables devraient contribuer à stimuler la consommation intérieure. La croissance des investissements, par contre, devrait ralentir progressivement, sous l'effet notamment d'une baisse des dépenses au chapitre du logement. Il est probable que les autorités seront prudentes au moment d'adopter de nouvelles mesures de relance pour ne pas aggraver les déséquilibres existants au sein de l'économie.

La progression du PIB réel de la Chine s'est accélérée au quatrième trimestre.

On s'attend à ce que la croissance économique se stabilise à l'intérieur d'une fourchette de 7,5 à 8 %.

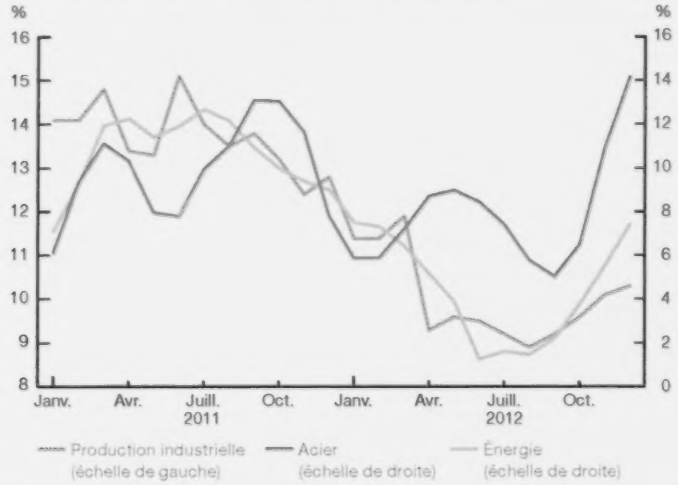
Compte tenu d'un taux d'accroissement des prix à la consommation de 2,5 % en décembre, les tensions inflationnistes en Chine demeurent maîtrisées. Au cours des prochains mois, toutefois, l'augmentation des prix mondiaux des aliments, causée par les graves sécheresses dans plusieurs des principaux pays producteurs de denrées alimentaires, devrait exercer des pressions à la hausse sur l'inflation en Chine.

Dans d'autres pays émergents, comme le Brésil, l'Inde et la Russie, la croissance de l'activité économique a continué de ralentir ou a stagné. La faiblesse de la demande extérieure (en particulier celle émanant de la zone euro) freine les exportations. À l'échelle nationale, le recul de la croissance des investissements pèse encore sur l'activité, ce qui reflète la lenteur de la

Dans d'autres pays émergents, la croissance de l'activité économique a continué de ralentir ou a stagné.

Graphique 13 : **La production industrielle en Chine s'est raffermie**

Taux de croissance en glissement annuel, données mensuelles



Nota : Le taux de croissance des sous-composantes acier et énergie est mesuré à partir de la moyenne mobile sur trois mois des données désaisonnalisées concernant la production de produits de l'acier et d'énergie en Chine.

Sources : Bureau national des statistiques de Chine et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2012

mise en œuvre des réformes structurelles, les conditions de financement difficiles et, dans certains cas, l'incidence retardée du resserrement passé des politiques.

Bien que quelques économies de marché émergentes aient commencé l'année 2013 sur une solide lancée, il existe encore d'importantes différences entre les régions. La légère amélioration des perspectives de croissance se concentre principalement dans les pays émergents d'Asie et dans certaines parties de l'Amérique latine, tandis que l'activité dans les pays émergents d'Europe continue de ralentir, compte tenu de leurs liens étroits avec la zone euro. L'expansion économique des pays émergents devrait donc être relativement modeste jusqu'à la fin du premier semestre de 2013, puis s'accélérer graduellement grâce à un léger raffermissement des marchés d'exportation et au soutien apporté par les politiques monétaire et budgétaire. La Corée et le Brésil sont en train de mettre en place de nouvelles mesures de relance budgétaire, et la plupart des pays émergents ont la capacité budgétaire de fournir un élan additionnel au besoin.

Les cours des produits de base

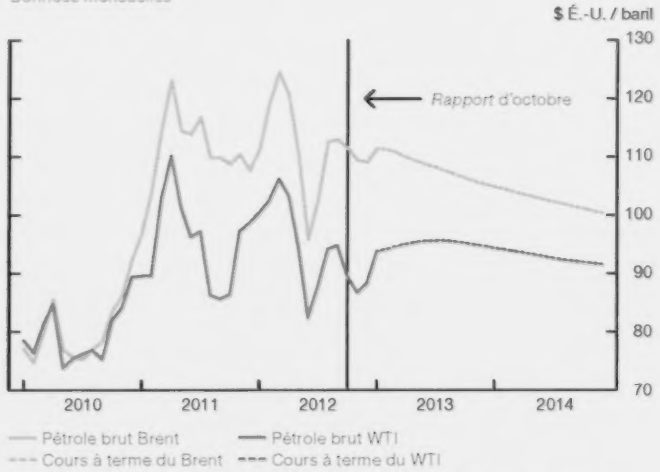
Les cours mondiaux des produits de base demeurent élevés.

Le cours du WTI n'a cessé de monter depuis la mi-décembre.

Les cours mondiaux des produits de base demeurent élevés. Les cours mondiaux du pétrole brut mesurés par les prix de référence du Brent ont varié dans une fourchette relativement étroite depuis la parution du *Rapport* en octobre et sont encore soutenus par les tensions au Moyen-Orient. Bien qu'il soit encore déprimé en raison de l'offre excédentaire en Amérique du Nord, le prix de référence du West Texas Intermediate (WTI) ne cesse de monter depuis la mi-décembre, ce qui a rétréci l'écart avec celui du Brent. À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, les prix du Brent se replieront légèrement durant la période projetée, à la faveur d'une atténuation des tensions géopolitiques, tandis que les cours du WTI devraient demeurer relativement inchangés. À mesure que l'offre excédentaire actuelle se résorbera, l'écart entre les deux se rétrécira davantage (Graphique 14).

Graphique 14 : **L'écart entre les cours des pétroles bruts de référence Brent et WTI devrait se resserrer**

Données mensuelles

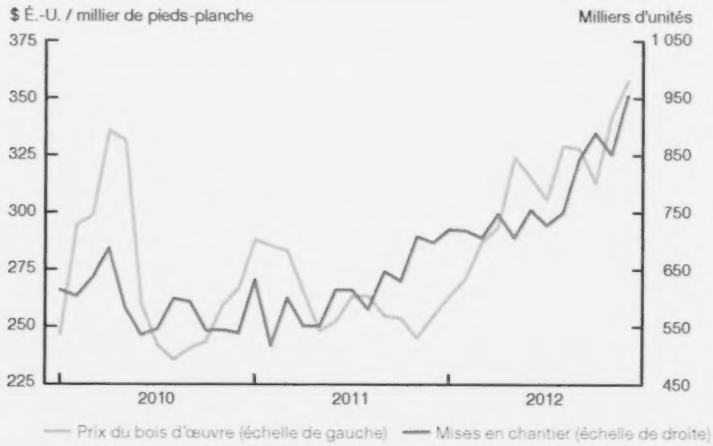


Nota : Les valeurs pour janvier 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 18 janvier 2013. Les cours à terme se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Source : Banque du Canada

Graphique 15 : **La reprise observable dans le secteur américain du logement favorise la hausse des prix du bois d'œuvre**

Données mensuelles



Nota : Les prix du bois d'œuvre correspondent à ceux de planches de 2 po x 4 po d'épinette, de pin et de sapin.
Sources : Bureau du recensement des États-Unis et Resource Information Systems Inc.
Dernière observation : décembre 2012

Si les prix du gaz naturel sont encore très faibles, à 3,50 dollars É.-U. par million de BTU, ils sont nettement supérieurs au niveau le plus bas en dix ans enregistré en avril 2012. Cette hausse reflète essentiellement le fait que la conversion du charbon au gaz naturel pour la production d'électricité est très avancée. Les prix du gaz naturel se sont repliés quelque peu en décembre, en raison des températures plus douces que prévu, mais ont remonté récemment et se situent maintenant près des niveaux observés au moment de la publication du *Rapport* d'octobre. Selon la courbe des cours à terme, les prix du gaz naturel vont augmenter régulièrement et s'établir à un peu plus de 4 dollars É.-U. par million de BTU vers la fin de 2014, conformément aux attentes énoncées en octobre.

Si les prix du gaz naturel sont encore très faibles, ils sont nettement supérieurs au niveau le plus bas en dix ans enregistré en avril 2012.

Les prix des métaux communs ont peu changé depuis octobre, mais on s'attend à ce qu'ils grimpent graduellement dans les années à venir, à la faveur du raffermissement régulier et continu de la demande en provenance des pays émergents. Les prix des produits forestiers, par contre, ont bondi de plus de 10 % depuis la mi-octobre et devraient poursuivre leur ascension, parallèlement à la reprise dans le secteur américain du logement (**Graphique 15**). Les prix des produits agricoles devraient également s'accroître jusqu'au milieu de 2013, reflétant la hausse des prix du bétail consécutive à la sécheresse en 2012, mais ils devraient ensuite redescendre, du fait du retour à la normale de l'offre de céréales. Les chiffres d'octobre relatifs aux cours des produits non énergétiques ont été révisés légèrement à la hausse pour la période de projection.

Les cours des produits non énergétiques ont été révisés légèrement à la hausse.

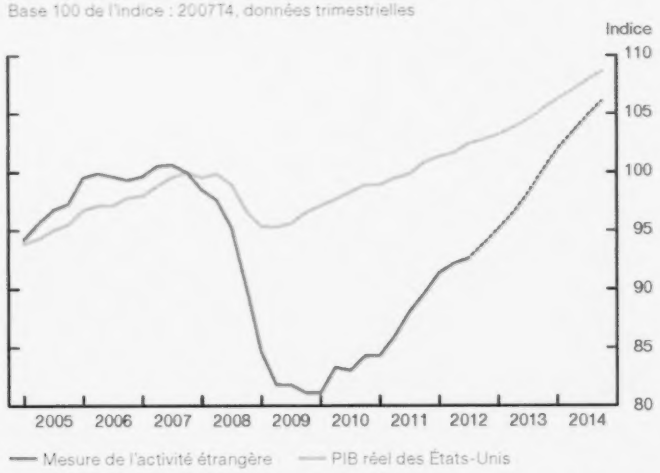
Les implications pour l'économie canadienne

La demande extérieure visant les exportations de biens manufacturés canadiens demeure très modeste comparativement à son niveau d'avant la récession, ce qui s'explique en grande partie par le niveau d'activité encore

La demande extérieure visant les exportations de biens manufacturés canadiens demeure très modeste.

Graphique 16 : **La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme supérieur à celui du PIB réel des États-Unis**

Base 100 de l'indice : 2007T4, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

faible dans le secteur du logement aux États-Unis[6]. Sous l'effet d'un redressement dans ce secteur et d'une hausse des investissements des entreprises, la mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître, et ce, à un rythme supérieur à celui du PIB des États-Unis (**Graphique 16**). Compte tenu de la révision à la baisse des projections relatives aux investissements fixes des entreprises dans ce pays, le niveau de la demande extérieure de biens canadiens devrait rester inférieur aux attentes qu'on avait au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître.

Même si les cours du pétrole WTI ont augmenté, l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (IPPB) n'a guère varié depuis la mi-octobre, le repli marqué des prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut lourd venant contrebalancer la vive hausse des prix des produits forestiers (**Graphique 17**). Les contraintes liées aux capacités pipelinières et aux mises hors service de raffineries ont fait reculer le cours du Western Canada Select (WCS) de 78 dollars É.-U. le baril à un peu moins de 60 dollars É.-U. Ces évolutions ont exercé des pressions sur les termes de l'échange du Canada et le revenu intérieur brut réel, et ont contribué au récent ralentissement des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada (**Encadré 2**, page 27).

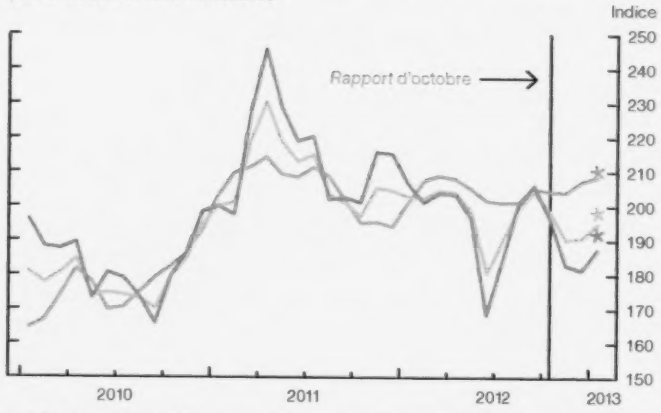
L'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada n'a guère varié depuis la mi-octobre.

L'IPPB devrait s'accroître de façon modeste durant la période projetée, à la faveur d'une augmentation des cours du WCS consécutive à l'atténuation des contraintes de capacité touchant les pipelines et les raffineries. Le renchérissement graduel du gaz naturel et des métaux communs et de nouvelles hausses des prix des produits forestiers devraient aussi contribuer à faire grimper l'IPPB. Toutefois, comme les cours attendus du pétrole produit au pays sont plus faibles, l'IPPB devrait rester sous le niveau anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'octobre pendant presque toute la période de projection.

6 La mesure de l'activité étrangère n'a regagné que 60 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009. Cette mesure reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en pondérant les diverses composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

Graphique 17 : **L'indice des prix des produits de base de la Banque a peu changé dans l'ensemble**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



— Ensemble des produits de base ($ É.-U.)
— Produits de base non énergétiques ($ É.-U.)
— Produits de base énergétiques ($ É.-U.)
✳ Valeur quotidienne de l'IPPB (18 janvier 2013)
✳ Valeur quotidienne de l'indice des prix des produits non énergétiques (18 janvier 2013)
✳ Valeur quotidienne de l'indice des prix des produits énergétiques (18 janvier 2013)

Nota : Les valeurs pour janvier 2013 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens jusqu'au 18 janvier 2013.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 janvier 2013

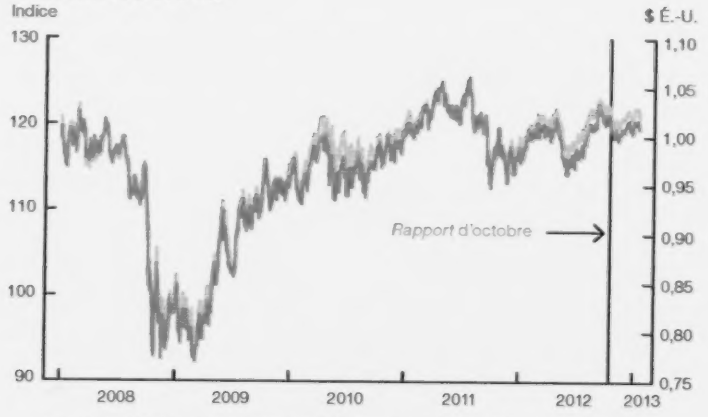
Le dollar canadien

Le cours du dollar canadien a évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite depuis la parution du *Rapport* d'octobre, se situant en moyenne à 101 cents É.-U. (**Graphique 18**), comme postulé en octobre. La Banque fait l'hypothèse qu'il se maintiendra à ce niveau durant la période projetée.

La Banque fait l'hypothèse que le cours du dollar canadien se maintiendra à 101 cents É.-U. durant la période projetée.

Graphique 18 : **Le cours du dollar a évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite**

Données quotidiennes



— Indice TCEC : indice de taux de change effectif du dollar canadien (comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois) (échelle de gauche; base 100 de l'indice : 1992)
— Cours de clôture au comptant du dollar canadien par rapport au dollar É.-U. (échelle de droite)

Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 18 janvier 2013

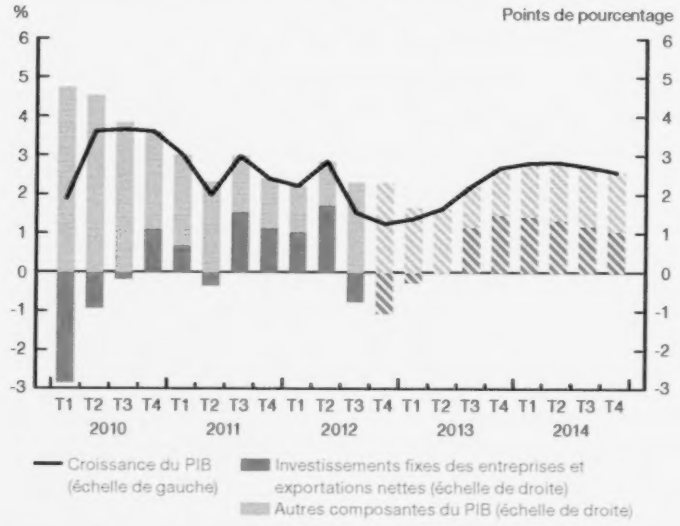
L'économie canadienne

Le ralentissement de l'économie canadienne observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé que la Banque ne l'avait anticipé au moment de la publication du *Rapport* d'octobre. En particulier, les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été plus faibles (**Graphique 19**), sous l'influence de facteurs intérieurs et extérieurs. Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué, la demande étrangère a été plus modérée que prévu. Parallèlement, les prix moins favorables payés aux producteurs d'énergie canadiens, combinés au niveau toujours élevé d'incertitude, ont eu pour effet de ralentir la croissance de la demande intérieure finale. Comme on s'y attendait, les ménages canadiens ont fait preuve d'une plus grande prudence à l'égard de leurs dépenses.

Le ralentissement de l'économie canadienne observé au second semestre de 2012 a été plus prononcé qu'anticipé.

Graphique 19 : **Les investissements fixes des entreprises et les exportations nettes devraient rebondir, après avoir connu un récent tassement**

Contribution à la croissance du PIB réel, moyenne mobile sur quatre trimestres



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque prévoit que l'économie canadienne renouera avec un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au cours de 2013, à la faveur notamment d'une remontée des investissements fixes des entreprises et des exportations. Le niveau projeté de ces dernières devrait néanmoins demeurer en deçà de son sommet d'avant la récession jusqu'au second semestre de 2014, en raison du faible niveau de la demande étrangère et des défis qui se posent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. La consommation devrait continuer de progresser à une cadence modérée, alors que l'investissement résidentiel est toujours appelé à reculer par rapport aux niveaux historiquement élevés qu'il a atteints. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

La Banque prévoit un retour à un rythme de croissance supérieur à celui de la production potentielle au cours de 2013.

La Banque est encore d'avis que la croissance du PIB réel rebondira, mais l'activité économique au Canada devrait être plus contenue que ce qui avait été projeté dans le *Rapport* d'octobre. En conséquence, elle prévoit maintenant que l'économie se remettra à tourner à plein régime seulement au second semestre de 2014.

L'activité économique au Canada devrait être plus contenue.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi plus que la Banque ne l'avait envisagé. Les pressions exercées sur les prix de toute une gamme de biens et de services ont été moins marquées que prévu, ce qui cadre avec la hausse inattendue de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne et l'intensification des pressions concurrentielles chez les détaillants. L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi été plus basse qu'anticipé, en raison de l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence et des prix de l'essence moins élevés qu'escompté. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014, l'économie retournant à son plein potentiel et les attentes d'inflation restant bien ancrées. Cette projection en matière d'inflation est plus faible que dans le *Rapport* d'octobre, du fait d'une offre excédentaire plus élevée dans l'économie canadienne sur la majeure partie de la période projetée, ainsi que de la persistance attendue au cours des trimestres à venir des récents chocs de prix relatifs.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme avant de remonter graduellement, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à la cible de 2 % au second semestre de 2014.

Les conditions financières

Avec pour toile de fond des conditions financières mondiales qui se sont encore un peu améliorées, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens demeurent très avantageux (**Graphique 20**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux ces derniers mois. Les rendements des obligations d'État et de sociétés du Canada se sont maintenus à des niveaux exceptionnellement bas, à cause notamment de la demande internationale soutenue de titres des gouvernements, des banques et des sociétés du pays, signe que la qualité de crédit de ces instruments est jugée élevée selon les critères mondiaux. Dans ce contexte, le volume d'émissions obligataires des sociétés a augmenté ces derniers mois, et les émissions pour l'ensemble de l'année 2012 ont atteint leur niveau le plus élevé depuis 2007 (**Graphique 21**). De plus, l'indice composite S&P/TSX est demeuré ferme depuis la parution du *Rapport* d'octobre, après avoir enregistré des gains notables durant les mois d'été, et la volatilité a été relativement faible.

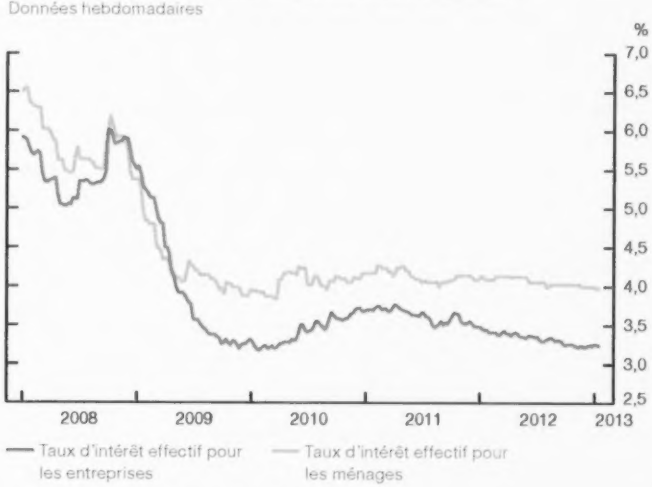
Les marchés financiers canadiens sont restés vigoureux.

Le volume d'émissions obligataires des sociétés a atteint son niveau le plus élevé depuis 2007.

Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût avantageux sur l'ensemble des échéances. Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), portent à croire que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises ont peu changé ces derniers mois, après une période d'assouplissement quasi ininterrompue depuis les derniers mois de 2009 (Graphique 22).

Graphique 20 : **Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**

Données hebdomadaires



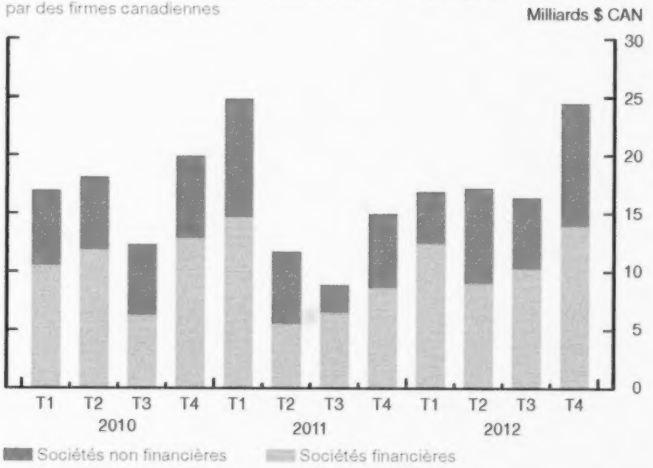
Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 18 janvier 2013

Graphique 21 : **Le volume d'émissions obligataires des sociétés canadiennes a augmenté**

Émission d'obligations de sociétés libellées en dollars canadiens par des firmes canadiennes



Source : Banque du Canada

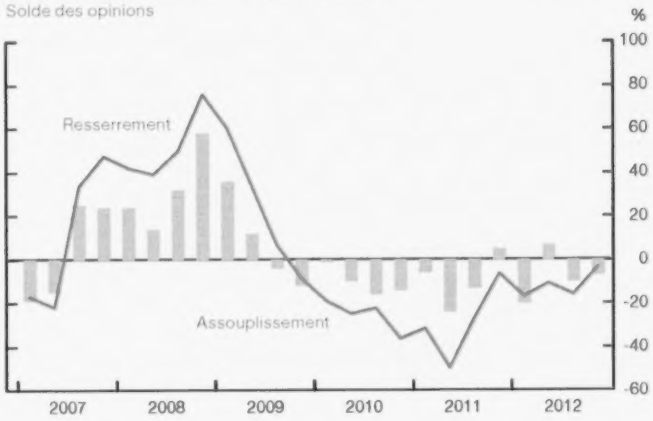
Dernière observation : 2012T4

L'augmentation de la progression des crédits aux entreprises s'explique en partie par des facteurs passagers.

Vu les conditions de financement très favorables pour les firmes du pays, le rythme de la croissance de l'ensemble des crédits aux entreprises s'est hissé bien au-dessus de sa moyenne historique (**Graphique 23**). Si ce résultat concorde avec un retour à une expansion plus rapide des investissements fixes des entreprises, l'augmentation de la progression des crédits aux entreprises s'explique en partie par des facteurs passagers, dont un accroissement des besoins en fonds de roulement lié à une hausse des stocks et le refinancement anticipé des emprunts des sociétés à des taux d'intérêt avantageux.

Graphique 22 : **Les conditions d'octroi des prêts aux entreprises canadiennes n'ont guère changé ces derniers mois**

Solde des opinions



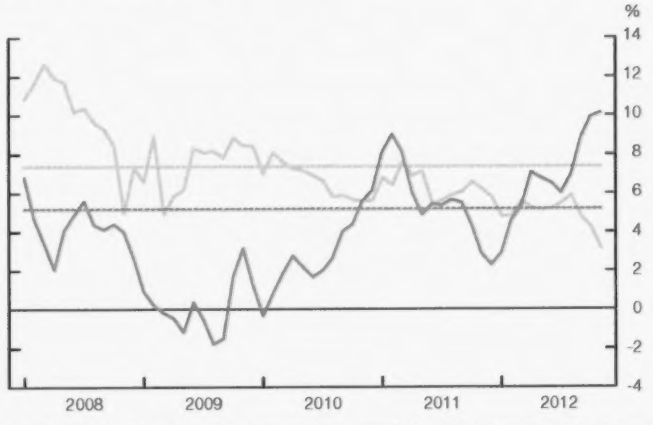
— Conditions générales du crédit aux entreprises selon l'enquête auprès des responsables du crédit[a]
Conditions générales du crédit selon l'enquête sur les perspectives des entreprises[b]

a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2012T4

Graphique 23 : **La croissance des crédits aux ménages a ralenti tandis que celle des crédits aux entreprises s'est accrue**

Taux de variation sur trois mois annualisé



— Ensemble des crédits aux entreprises
--- Moyenne de la croissance des crédits aux entreprises observée depuis 1992
— Ensemble des crédits aux ménages
--- Moyenne de la croissance des crédits aux ménages observée depuis 1992

Source : Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2012

Le crédit reste très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux records. La croissance des crédits aux ménages a néanmoins ralenti, passant d'environ 5,5 % durant une bonne partie de 2012 à un peu plus de 3 % au cours de la période de trois mois se terminant en novembre (**Graphique 23**). Ce taux, le plus bas depuis 1999, tient à un ralentissement de l'expansion tant du crédit hypothécaire à l'habitation que du crédit à la consommation.

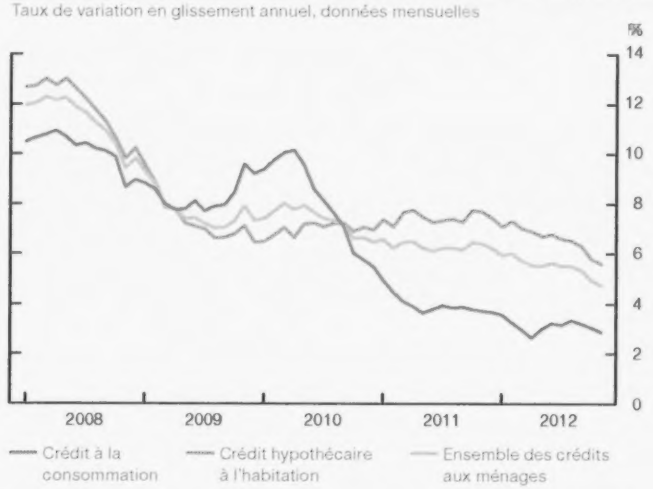
Un certain nombre de facteurs ont contribué à la tendance au ralentissement de la croissance des crédits aux ménages, cette dernière se chiffrant à un peu moins de 5 % en glissement annuel après avoir atteint un sommet de plus de 12 % en 2008 (**Graphique 24**). Ces facteurs comprennent notamment les conséquences du devancement de l'activité sur le marché du logement, à la faveur de l'amélioration des conditions d'accès à la propriété, les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et le resserrement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires[7], de même qu'une meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des dangers associés à un niveau d'endettement élevé. En dépit du ralentissement récent, les crédits aux ménages ont tout de même augmenté un peu plus rapidement que le revenu disponible au troisième trimestre, entraînant ainsi une nouvelle hausse du ratio global de la dette au revenu des ménages, lequel a atteint 165 %. La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

La Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages fléchisse encore, le ratio de la dette au revenu se stabilisant près des niveaux actuels.

Malgré le niveau toujours élevé d'incertitude entourant les perspectives économiques mondiales et la préférence connexe pour la liquidité, la croissance des agrégats monétaires au sens étroit a ralenti considérablement ces derniers mois, ce qui coïncide avec la faible expansion du PIB enregistrée au second semestre de 2012. Le rythme de progression des agrégats monétaires au sens large a aussi diminué, ce qui cadre avec des pressions inflationnistes modérées envisagées pour la période à venir.

Graphique 24 : **Le taux d'accroissement tendanciel des crédits aux ménages a fléchi**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

7 Voir la livraison de décembre 2012 de la *Revue du système financier* (en particulier l'Encadré 2) pour une analyse des modifications dont ont récemment fait l'objet les règles applicables aux prêts hypothécaires assurés bénéficiant de la garantie de l'État, ainsi que des changements apportés aux lignes directrices publiées par le Bureau du surintendant des institutions financières sur les principes de souscription de prêts hypothécaires résidentiels.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

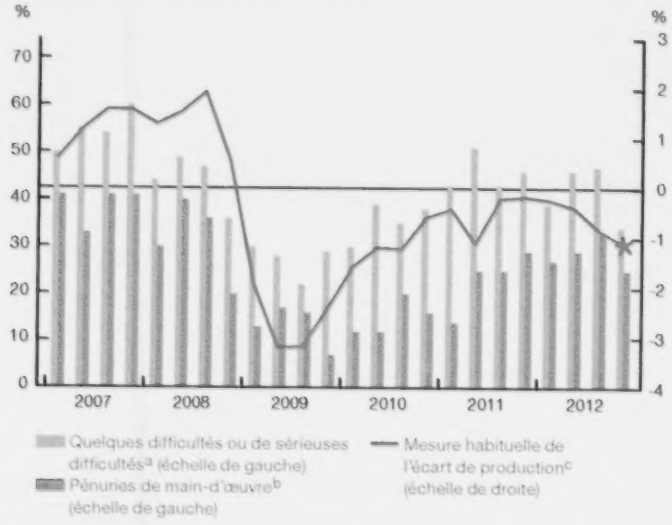
Divers indicateurs portent à conclure à une hausse des capacités excédentaires au cours du second semestre de 2012.

Divers indicateurs portent à conclure à une hausse des capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne au cours du second semestre de 2012. La croissance du PIB réel a ralenti un peu plus qu'escompté pour s'établir à 0,6 % au troisième trimestre et, selon les estimations, se situait à 1,0 % au quatrième trimestre, soit un chiffre nettement au-dessous de celui avancé en octobre. Les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été particulièrement faibles, une hausse étonnamment marquée des investissements en stocks ayant néanmoins exercé un certain effet compensateur. C'est essentiellement pourquoi le niveau du PIB réel à la fin de l'année 2012 était inférieur de 0,6 % aux prévisions du *Rapport* d'octobre. Conformément à cette dynamique, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour calculer l'écart de production fait ressortir un creusement de celui-ci, qui est passé à -1,1 % au quatrième trimestre de 2012 (**Graphique 25**).

Les exportations et les investissements fixes des entreprises ont été particulièrement faibles.

Les réponses recueillies dans le cadre de l'enquête de l'hiver sur les perspectives des entreprises laissent également supposer une hausse récente de la marge de capacités inutilisées. La proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande a fortement baissé, à partir toutefois d'un niveau qui avoisinait sa moyenne historique ces derniers trimestres. Le pourcentage de firmes signalant une pénurie de main-d'œuvre a aussi diminué, pour s'établir à un niveau bien en deçà de sa moyenne historique.

Graphique 25 : **L'offre excédentaire s'est accrue**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T4

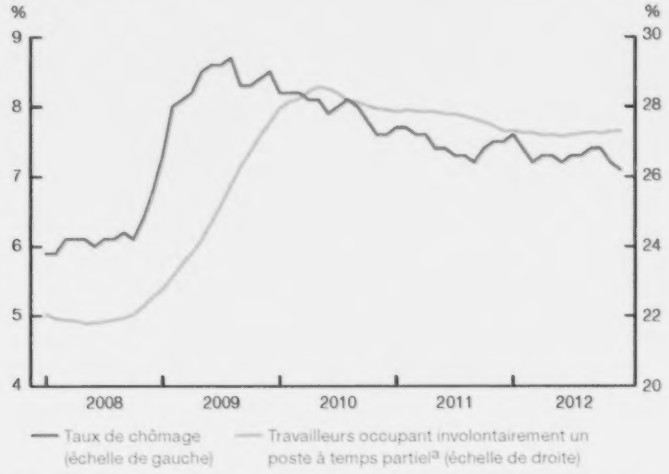
À l'inverse, les indicateurs du marché du travail, plus globalement, ne vont pas dans le sens d'une augmentation de la marge de capacités inutilisées au sein de l'économie canadienne au cours des derniers trimestres. Des gains appréciables ayant été réalisés au chapitre de l'emploi, le taux de chômage s'est légèrement replié ces derniers mois, pour se situer à un niveau qui concorde avec un modeste excédent des capacités de production (**Graphique 26**). La durée moyenne du chômage et le pourcentage de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel sont néanmoins demeurés à des niveaux élevés, tandis que le nombre moyen d'heures travaillées reste relativement bas. La progression des salaires est également demeurée modérée, ce qui cadre avec la persistance d'une marge de ressources inutilisées sur le marché du travail (**Graphique 27**).

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2012, soit une marge de capacités excédentaires plus importante que ce qu'elle anticipait en octobre.

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ 1 % en deçà de son plein potentiel au quatrième trimestre de 2012.

Graphique 26 : **Les indicateurs du marché du travail donnent à penser que les capacités de production sont excédentaires**

Données mensuelles

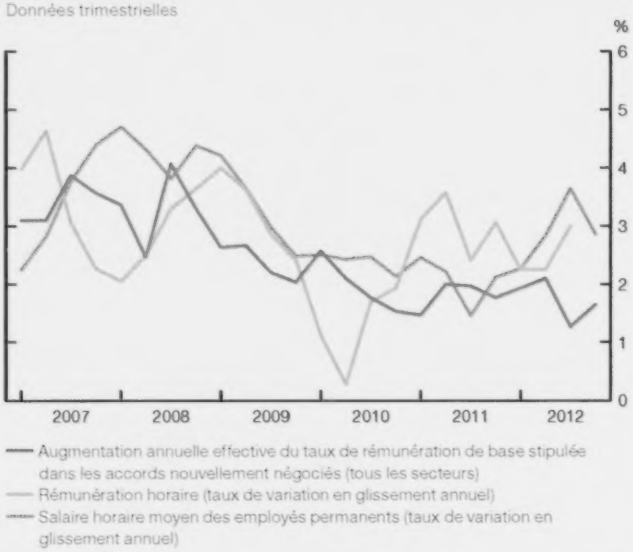


a. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total; données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : décembre 2012

Graphique 27 : **Les hausses de la rémunération du travail ont été globalement modérées**

Données trimestrielles



Nota : Les chiffres relatifs au quatrième trimestre de 2012 pour l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir de la moyenne des données d'octobre et de novembre.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernières observations : 2012T3 et 2012T4

L'économie réelle

La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne gagnera en vigueur cette année (**Graphique 28**). Le redressement escompté tout au long de la première moitié de l'année tient principalement à une demande étrangère plus forte et à la disparition des facteurs temporaires qui ont bridé l'activité dans le secteur primaire au second semestre de 2012. La consommation devrait croître à une cadence modérée et les investissements fixes des entreprises devraient s'accélérer (**Graphique 19** et **Tableau 2**). La Banque s'attend à ce que les exportations nettes, qui avaient ralenti la croissance de façon inattendue en 2012, apportent une contribution positive à l'expansion du PIB en 2013 et en 2014. Cette contribution devrait néanmoins être modeste en raison de la persistance des vents contraires extérieurs.

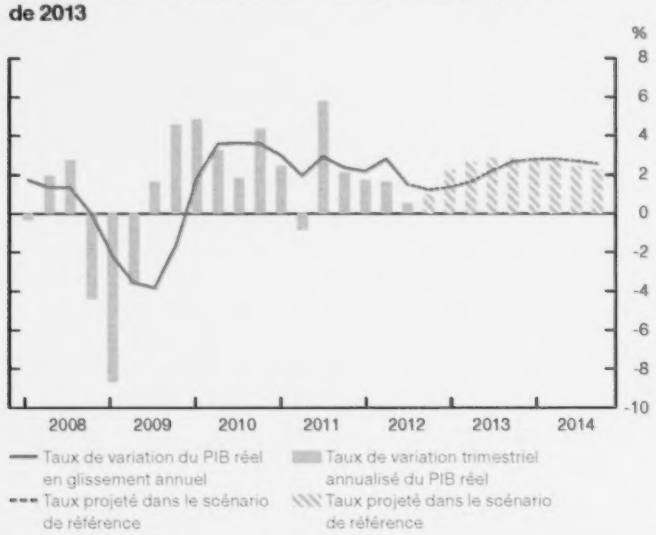
La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne gagnera en vigueur cette année.

La consommation devrait croître à une cadence modérée et les investissements fixes des entreprises devraient s'accélérer.

Le PIB réel devrait progresser, en moyenne annuelle, de 2,0 % en 2013, en légère hausse par rapport au taux de 1,9 % enregistré en 2012. Compte tenu de l'augmentation prévue du rythme de croissance trimestriel durant 2013, la Banque projette un taux de croissance annuel moyen de 2,7 % en 2014 (**Tableau 3**). Pendant la majeure partie de la période de projection, le niveau de l'activité économique devrait être inférieur à ce qu'on envisageait dans le *Rapport* d'octobre. La demande intérieure finale a été revue à la baisse, principalement en raison des effets négatifs qu'ont eus sur les investissements fixes des entreprises à la fois l'incertitude plus tenace entourant les perspectives économiques mondiales et les termes de l'échange moins favorables (**Encadré 2**). Le profil des exportations a aussi été abaissé par rapport à la projection d'octobre, par suite de la révision à la baisse de l'activité à l'étranger, les importations étant toutefois également plus faibles qu'anticipé auparavant.

Les exportations nettes, qui avaient ralenti la croissance de façon inattendue en 2012, apporteront une contribution positive à l'expansion du PIB en 2013 et 2014.

Graphique 28 : **La croissance du PIB réel devrait augmenter jusqu'à la fin de 2013**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a]

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,4)	1,1 (1,0)	1,1 (1,2)	1,3 (1,2)
Logement	0,1 (0,1)	0,4 (0,3)	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,2 (-0,2)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,2)	0,6 (0,7)	0,5 (0,7)	0,9 (0,7)
Total partiel : demande intérieure finale	2,7 (2,7)	1,9 (1,8)	1,8 (2,1)	2,4 (2,1)
Exportations	1,4 (1,4)	0,4 (0,8)	0,6 (1,0)	1,5 (1,6)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,8 (-0,7)	-0,5 (-0,8)	-1,2 (-1,3)
Total partiel : exportations nettes	-0,4 (-0,4)	-0,4 (0,1)	0,1 (0,2)	0,3 (0,3)
Stocks	0,3 (0,3)	0,4 (0,3)	0,1 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	2,6 (2,6)	1,9 (2,2)	2,0 (2,3)	2,7 (2,4)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,7)	1,5 (1,5)	2,1 (2,8)	2,9 (2,6)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de l'Encadré 2 de cette même livraison.

Les dépenses des ménages ont progressé à une cadence modérée au second semestre de 2012, ce qui est en gros conforme aux attentes. La consommation s'est redressée après avoir accusé de la faiblesse pendant la première moitié de l'année, sous l'effet d'un rebond des achats de véhicules automobiles et d'une hausse de la croissance des dépenses des consommateurs canadiens à l'étranger. Les investissements dans le logement ont toutefois commencé à se replier après avoir enregistré des niveaux historiquement élevés. Les ventes de maisons existantes ont chuté, à cause notamment des mesures prises par les autorités fédérales. Les mises en chantier, qui affichaient de très hauts niveaux ont aussi fléchi, passant de

◀ *Les investissements dans le logement ont commencé à se replier après avoir enregistré des niveaux historiquement élevés.*

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]**

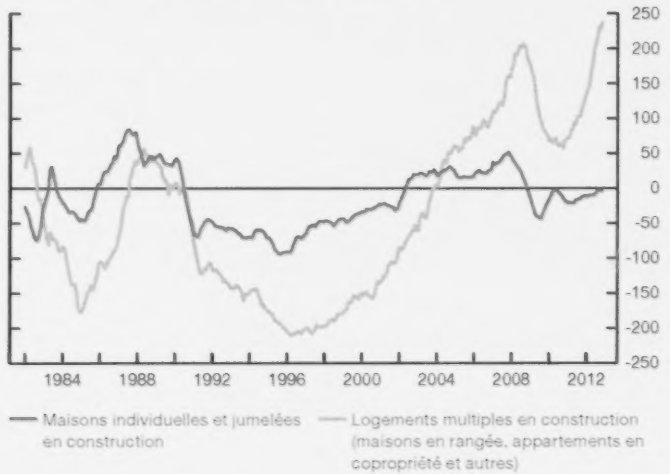
	2011	2012				2013				2014			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1 (2,1)	1,7 (1,8)	1,7 (1,9)	0,6 (1,0)	1,0 (2,5)	2,3 (2,6)	2,7 (2,6)	2,9 (2,6)	2,9 (2,5)	2,8 (2,3)	2,8 (2,2)	2,5 (2,2)	2,3 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,4)	2,2 (2,2)	2,8 (2,9)	1,5 (1,7)	1,2 (1,8)	1,4 (2,0)	1,6 (2,2)	2,2 (2,5)	2,7 (2,5)	2,8 (2,5)	2,8 (2,4)	2,7 (2,3)	2,6 (2,2)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	1,5 (1,5)	1,3 (1,6)	1,4 (1,7)	1,4 (1,8)	1,7 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)	1,6 (1,6)	1,2 (1,2)	1,1 (1,5)	0,9 (1,4)	1,1 (1,4)	1,5 (1,7)	1,8 (2,0)	1,8 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	1,4 (1,4)	1,1 (1,1)	1,0 (1,4)	0,9 (1,4)	1,2 (1,5)	1,6 (1,8)	1,9 (2,1)	1,9 (2,1)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (92)	88 (92)	94 (93)	95 (94)	95 (94)	95 (94)	94 (93)	93 (92)	92 (92)	92 (91)
Brent[b] (niveau)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (109)	110 (113)	111 (112)	109 (110)	108 (108)	106 (107)	104 (105)	103 (104)	102 (102)	101 (101)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 18 janvier 2013.

Graphique 29 : **La construction d'immeubles à logements multiples demeure à un niveau élevé, malgré des signes de surconstruction**

Écart calculé par rapport à la moyenne historique après correction pour tenir compte de la population âgée de 25 ans et plus; nombre d'unités par 100 000 habitants, principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

quelque 225 000 logements durant une bonne partie de 2012 à environ 200 000 en novembre et en décembre. Cependant, la construction résidentielle demeure encore supérieure à la demande liée à l'évolution démographique, laquelle est estimée autour de 185 000 logements, alors que le fort niveau d'activité actuel dans le secteur de la construction, en particulier des immeubles à logements multiples dans certaines régions, demeure un indice de surconstruction (**Graphique 29**). Malgré une certaine mollesse des prix des maisons, les prix affichés dans certains segments du marché du logement sont encore relativement élevés.

Encadré 2

L'évolution du secteur énergétique canadien et son incidence sur l'économie

L'évolution récente du secteur énergétique canadien a été moins favorable que prévu. Le recul des cours de l'énergie, conjugué à des perturbations temporaires du transport et des installations de production, a freiné l'activité économique ces derniers trimestres, causant une détérioration des termes de l'échange du Canada ainsi qu'un repli des investissements, des exportations et de la production. On estime que ces facteurs ont retranché 0,4 point de pourcentage du taux de croissance annualisé du PIB réel au deuxième semestre de 2012. Le retour à la normale de la production et le rétrécissement graduel des écarts entre les cours du brut devraient faire progresser la croissance du PIB réel de 0,1 point de pourcentage en 2013 et en 2014.

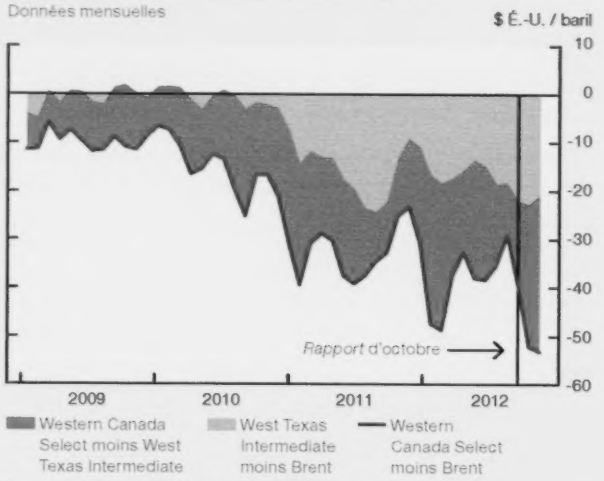
Depuis la parution du *Rapport* d'octobre, l'effet combiné de perturbations passagères et de la congestion persistante des infrastructures de transport a porté les écarts entre les prix touchés par les producteurs canadiens de pétrole brut lourd Western Canada Select (WCS) et les cours des bruts servant de référence en Amérique du Nord, tels que le West Texas Intermediate (WTI), à des niveaux records (**Graphique 2-A**)[1,2].

Au cours du deuxième semestre de 2012, les capacités de transport de brut ont été provisoirement restreintes en raison de mesures réglementaires limitant le débit et de l'interruption temporaire des principaux oléoducs reliant le Canada et les États-Unis[3]. De plus, la mise hors service d'importantes raffineries aux États-Unis a réduit la demande de brut canadien, alors que l'offre de brut lourd a connu une hausse momentanée malgré des travaux d'entretien dans des usines de valorisation des sables bitumineux[4]. Parallèlement, l'augmentation soutenue de l'exploitation des sables bitumineux et de la production de brut léger américain n'a pas été accompagnée d'une hausse correspondante de la capacité pipelinière.

Si les cours du WCS se sont repliés, le prix du pétrole brut qu'importe le Canada principalement par l'est du pays, étroitement lié au cours du Brent, est resté élevé. Cette dégradation des termes de l'échange relatifs au pétrole a entraîné une réduction du revenu intérieur brut (RIB) réel au Canada et, par conséquent, un recul des dépenses en biens et services produits au pays. On estime que la détérioration de ces termes d'échange a fait fléchir le RIB réel de 0,2 % au second semestre de 2012.

Graphique 2-A : Les écarts entre les cours du brut lourd canadien (WCS) et les cours mondiaux du brut se sont élargis pour atteindre des niveaux records

Données mensuelles



Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2012

Les cours plus faibles du WCS, associés aux prix historiquement bas du gaz naturel et à l'incertitude accrue entourant les perspectives d'évolution de la demande mondiale, ont aussi contribué au récent ralentissement marqué des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada (**Graphique 2-B**). Dans l'ouest du pays, les activités de forage ont été freinées au deuxième semestre de 2012, étant donné la baisse des flux de trésorerie des entreprises et les difficultés d'accès aux marchés de capitaux des nouveaux joueurs et des producteurs intermédiaires.

Des travaux d'entretien imprévus dans le secteur des sables bitumineux et la mise hors service de plateformes de forage en mer à Terre-Neuve-et-Labrador ont également restreint la production canadienne de brut au troisième trimestre de 2012. On estime que l'effet conjugué de ces perturbations a soustrait 0,9 point de pourcentage à la croissance du PIB réel au troisième trimestre, principalement à cause d'une diminution des exportations. Le retour à la normale de la production dans ces installations devrait alimenter la croissance du PIB au quatrième trimestre de 2012 et au premier trimestre de 2013.

Au cours de la prochaine année, les écarts relatifs au WCS devraient graduellement se rétrécir, à mesure que l'effet des

(suite à la page suivante)

1 Pour obtenir des précisions sur l'incidence du cours du WCS et des autres cours de référence sur l'économie canadienne, voir l'Encadré 1 du *Rapport* d'avril 2012.

2 Les cours du pétrole brut synthétique et des autres bruts légers canadiens ont généralement évolué de pair avec ceux du brut de référence WTI. Leur incidence se trouve prise en compte dans l'indice des prix des produits de base de la Banque du Canada au travers des prix du WTI.

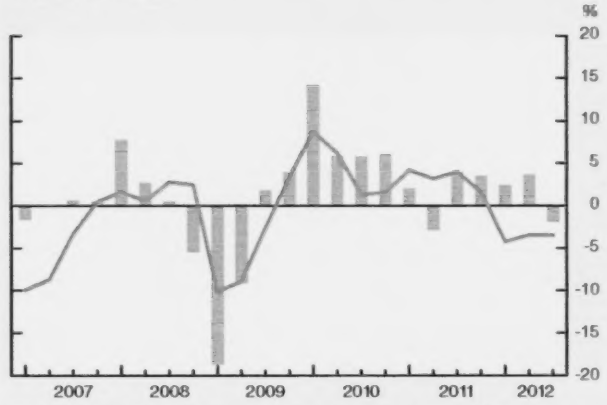
3 Certains tronçons d'un important réseau d'oléoducs reliant le Canada et les États-Unis ont été visés par des dispositions réglementaires limitant leur capacité par mesure de précaution.

4 Les méthodes de valorisation utilisées par les sociétés concernées permettent la production d'une petite quantité de brut lourd durant les mises hors service.

Encadré 2 *(suite)*

Graphique 2-B : Le ralentissement des investissements dans les activités d'ingénierie au Canada est lié au déclin des activités de forage dans l'ouest du pays

Données trimestrielles



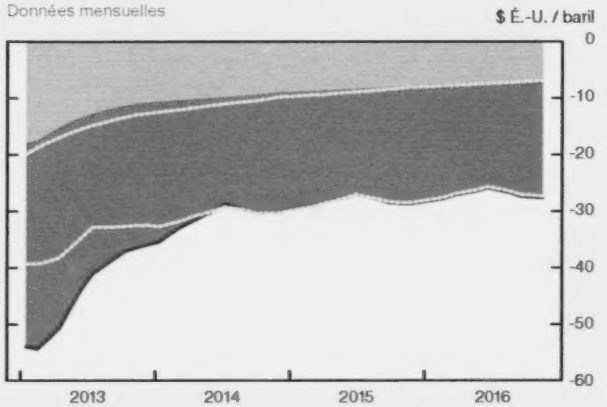
Taux d'utilisation des appareils de forage dans l'Ouest du Canada (données désaisonnalisées exprimées en différence première, moyenne mobile sur deux trimestres)

Taux de variation trimestriel des investissements des entreprises dans les activités d'ingénierie

Sources : Canadian Association of Oilwell Drilling Contractors, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2012T3

Graphique 2-C : Les écarts entre les cours du brut lourd canadien (WCS) et les cours mondiaux du brut devraient se rétrécir

Données mensuelles



Cours à terme du Western Canada Select moins cours à terme du West Texas Intermediate

Cours à terme du West Texas Intermediate moins cours à terme du Brent

Cours à terme du Western Canada Select moins cours à terme du Brent

Cours à terme du West Texas Intermediate moins cours à terme du Brent (*Rapport* d'octobre)

Cours à terme du Western Canada Select moins cours à terme du Brent (*Rapport* d'octobre)

Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada — Dernière valeur du graphique : décembre 2016

perturbations temporaires se dissipera, que la capacité pipelinière augmentera grâce à de nouvelles mises en service et que de nouvelles capacités de raffinage de pétrole brut lourd s'ajouteront (**Graphique 2-C**). Toutefois, la courbe des cours à terme laisse maintenant présager des écarts plus larges pour le WCS en 2013 et au premier trimestre de 2014 que ceux envisagés dans le *Rapport* d'octobre. À elle seule, cette dégradation des termes de l'échange pour le pétrole ferait reculer le RIB réel de 0,2 % et le PIB réel de 0,1 % en 2013 par rapport aux chiffres avancés en octobre.

Les perspectives moins favorables à l'égard du WCS que laisse entrevoir la courbe des cours à terme pourraient également modérer les investissements privés et publics durant la période de projection, le niveau plus faible des flux de trésorerie et les revenus de redevances inférieurs aux prévisions restreignant les budgets d'immobilisations des producteurs et des gouvernements provinciaux. De plus, selon des rapports publiés récemment, l'incertitude entourant l'échéancier de certains projets importants donnant accès à de nouveaux marchés, l'état de la demande étrangère et l'incidence d'une augmentation de la production de pétrole léger aux États-Unis pèseront fort probablement sur les décisions d'investissement des entreprises[5].

L'accroissement de la capacité de l'oléoduc Seaway au début de janvier et l'achèvement du projet Gulf Coast de TransCanada au deuxième semestre de 2013 devraient permettre de multiplier par sept la capacité de transport entre les installations de stockage de Cushing (Oklahoma) et les raffineries situées le long de la côte américaine du golfe du Mexique[6]; la modernisation d'importantes raffineries du Midwest américain permettra quant à elle de renforcer les capacités de traitement de brut lourd. Ces améliorations au chapitre du transport et du raffinage devraient à moyen terme entraîner une réduction des écarts relatifs au WCS. L'augmentation des capacités de transport ferroviaire à partir du Dakota du Nord et l'entrée en service de nouveaux oléoducs en 2014 devraient contribuer à soulager le réseau de transport, lequel demeurera vraisemblablement sous pression en raison de la croissance continue de l'offre dans tout l'ouest de l'Amérique du Nord[7].

5 Voir par exemple le rapport *CERI Commodity Report – Crude Oil* de novembre 2012 et les rapports suivants du Conference Board du Canada : *Fuel for Thought: The Economic Benefits of Oil Sands Investment for Canada's Regions*, *Provincial Outlook: Economic Forecast for Alberta Autumn 2012* et *Provincial Outlook Autumn 2012: Economic Forecast*.

6 La capacité de transport totale entre Cushing et le golfe du Mexique passera ainsi en 2013 de 150 000 barils par jour (au moment de l'inversion du sens de l'écoulement de l'oléoduc Seaway en 2012) à environ 1,1 million de barils.

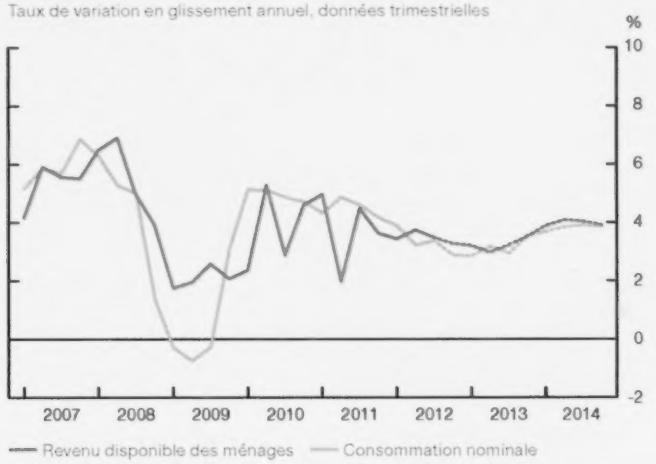
7 On anticipe en 2013 une augmentation de la production des États-Unis et de l'Ouest du Canada de plus de 1 million de barils par jour (selon les prévisions de l'Association canadienne des producteurs pétroliers et de l'Energy Information Administration).

Le profil d'évolution future des dépenses des ménages continue de refléter la poursuite d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés.

Le profil d'évolution future des dépenses des ménages demeure essentiellement le même que dans le *Rapport* d'octobre, bien qu'il soit quelque peu atténué par les termes de l'échange moins favorables et les répercussions qui en découlent sur le revenu et la richesse. Les perspectives établies par la Banque quant à la progression des dépenses des ménages continuent de refléter la poursuite d'une certaine retenue chez les ménages canadiens, laquelle est liée à leurs niveaux d'endettement élevés. La consommation devrait croître à un taux modéré, légèrement inférieur à celui du revenu disponible (**Graphique 30**), de sorte que le taux d'épargne des particuliers devrait connaître à nouveau une légère hausse. La Banque prévoit que l'investissement résidentiel continuera de se contracter, la part qu'il occupe dans l'ensemble de l'économie diminuant peu à peu au cours de la période de projection (**Graphique 31**).

Graphique 30 : **La consommation devrait continuer à croître à une cadence modérée**

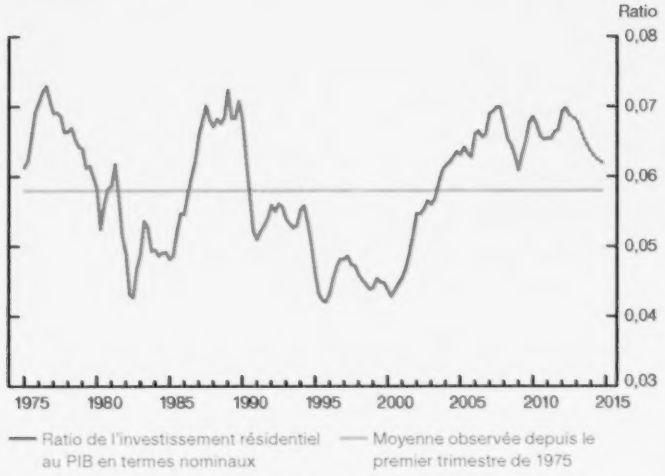
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 31 : **La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer encore par rapport à son niveau élevé**

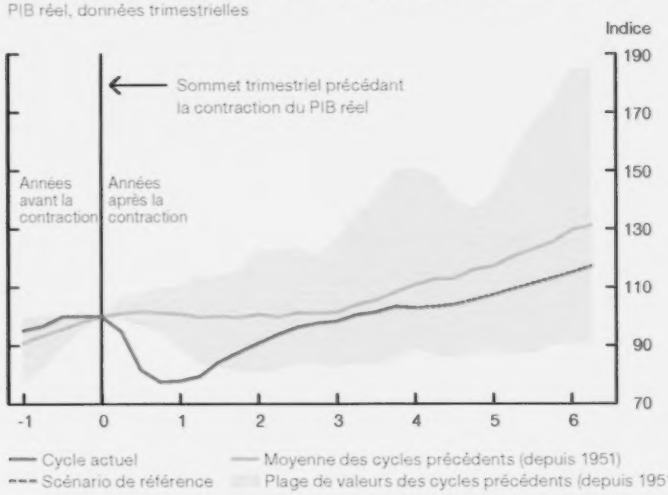
Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 32 : **Les investissements fixes des entreprises devraient progresser à un rythme inférieur à la moyenne des cycles précédents**

Évolution comparative des investissements fixes des entreprises, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La croissance des investissements fixes des entreprises devrait graduellement reprendre un rythme plus ferme.

La croissance des investissements fixes des entreprises devrait graduellement reprendre un rythme plus ferme au cours de 2013 (**Graphique 32**), après avoir affiché une faiblesse inattendue au second semestre de 2012, concentrée principalement dans les activités d'ingénierie liées au secteur énergétique. Les perspectives relatives aux investissements demeurent fondées sur la solidité de la situation financière globale des firmes canadiennes, les conditions de crédit avantageuses, le niveau relativement élevé des prix des produits de base et la vigueur du dollar canadien, de même que sur l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte de pressions accrues pour renforcer la compétitivité. Les attentes relatives à un redressement des investissements fixes des entreprises au cours des prochains trimestres sont en outre soutenues par le retour d'un solde des opinions plus positif au sujet des dépenses en machines et matériel, mis en évidence dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, par l'accélération des crédits aux entreprises et par les tendances observées récemment dans le nombre de permis de construction de bâtiments industriels et commerciaux. Il n'en reste pas moins que les facteurs qui freinaient la croissance de l'investissement au second semestre de 2012 devraient persister un certain temps, notamment l'incertitude élevée entourant les perspectives de l'économie mondiale, la baisse des prix payés aux producteurs d'énergie canadiens et l'atonie de la demande intérieure. De ce fait, le profil d'évolution des investissements fixes des entreprises est inférieur à ce qu'on entrevoyait en octobre.

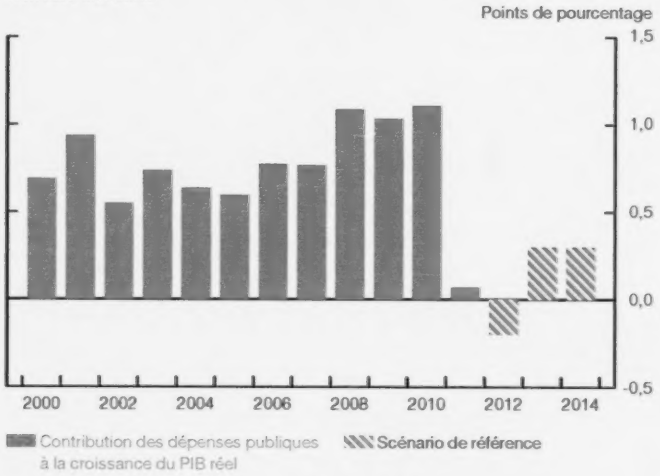
Les facteurs qui freinaient la croissance de l'investissement au second semestre de 2012 devraient persister un certain temps.

Les dépenses publiques ne devraient contribuer que modestement à la croissance du PIB réel.

Les dépenses publiques ne devraient contribuer que modestement à la croissance du PIB réel durant la période de projection (**Graphique 33**). Comme en octobre, on prévoit que cette contribution sera beaucoup plus petite que ce qui a été observé normalement par le passé, conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

Graphique 33 : **La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être relativement modeste**

Données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible, même si la Banque continue d'envisager une certaine amélioration au cours de la période de projection. Les exportations se sont contractées de façon inattendue au second semestre de 2012, sous l'effet du niveau plus bas que prévu de la demande étrangère et aussi de perturbations temporaires dans le secteur de l'énergie. On entrevoit un certain redressement des exportations au cours des trimestres à venir, qui cadre avec la réaccélération anticipée de la mesure de l'activité étrangère. Néanmoins, la croissance des exportations reste plus modeste que celle de l'activité à l'étranger (**Graphique 16**) étant donné les difficultés qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale. Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir à son sommet d'avant la récession avant le second semestre de 2014 (**Graphique 34**).

On entrevoit un certain redressement des exportations au cours des trimestres à venir.

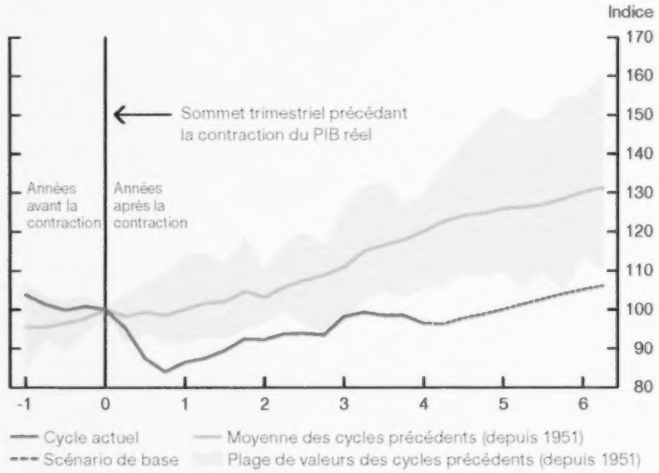
Le profil d'évolution des importations a également été révisé à la baisse, compte tenu de l'assombrissement des perspectives relatives aux investissements des entreprises et aux exportations. Contrairement à ces dernières, le niveau des importations était déjà retourné à son sommet d'avant la récession au premier trimestre de 2011. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 4 % du PIB (**Graphique 35**). Ce déficit considérable devrait diminuer graduellement durant la période de projection à la faveur d'une amélioration modeste du solde commercial réel et des termes de l'échange.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on s'attend à ce que l'économie canadienne tourne à nouveau à plein régime au second semestre de 2014, soit plus tard qu'on ne l'envisageait dans le *Rapport* d'octobre.

On s'attend à ce que l'économie canadienne tourne à nouveau à plein régime au second semestre de 2014.

Graphique 34 : **Malgré la progression escomptée, la reprise des exportations demeure faible**

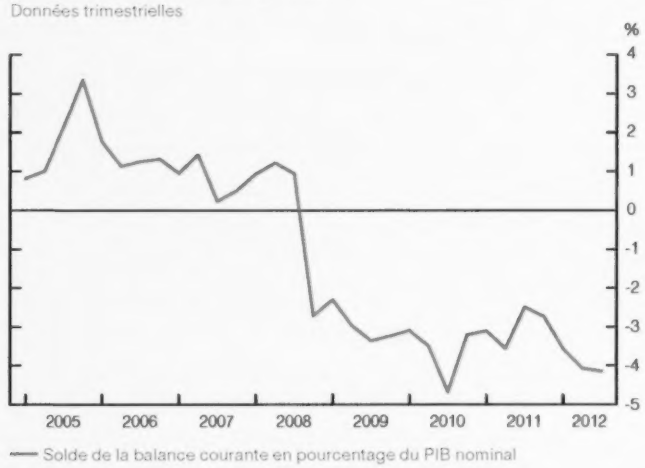
Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 35 : **Le déficit de la balance courante du Canada s'est creusé, jusqu'à se chiffrer à 4 % du PIB**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012T3

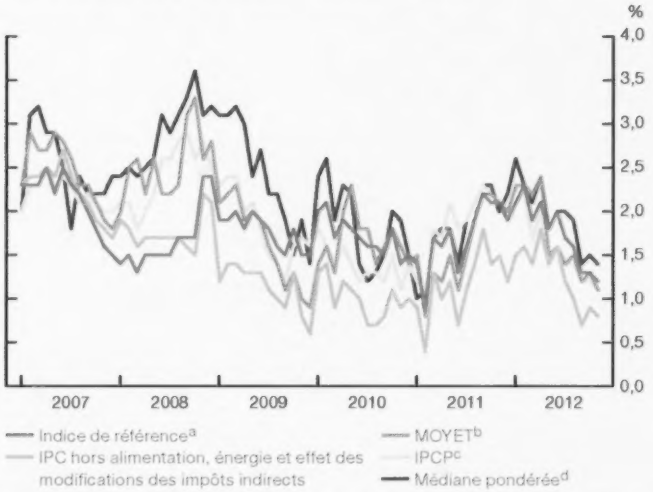
L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée pour se situer à 1,3 % en moyenne en octobre et novembre, en recul par rapport aux taux moyens de 1,5 % et 2,0 % enregistrés au troisième trimestre et au premier semestre de l'année, respectivement. D'autres mesures de l'inflation fondamentale affichent également une tendance à la baisse (**Graphique 36**). Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu et il reflète les prix plus bas de toute une gamme de biens et de services, ce qui cadre avec l'augmentation inattendue des capacités excédentaires au sein de l'économie canadienne, de même que les pressions concurrentielles accrues chez les détaillants. La faiblesse plus

Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu et il reflète les prix plus bas de toute une gamme de biens et de services.

Graphique 36 : **Les différentes mesures de l'inflation sous-jacente sont passées bien en deçà de 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
b. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
c. Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
d. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : novembre 2012

marquée qu'escompté de l'inflation mesurée par l'indice de référence rend aussi compte de plusieurs situations idiosyncratiques. Ainsi, les prix déclarés des automobiles ont été plus bas ces derniers mois que ne permettraient de le supposer les variations saisonnières habituelles, en raison, en partie, d'une révision apportée dans la méthodologie de Statistique Canada[8]. Un ralentissement plus marqué qu'anticipé des hausses des prix réglementés (comme les prix de l'assurance automobile) a également été observé. Le recul de l'accroissement des prix des aliments et des vêtements, qui tient à l'influence de moins en moins importante des augmentations passées des prix agricoles, a aussi été plus notable qu'on ne s'y attendait.

L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi continué de fléchir.

L'inflation mesurée par l'IPC global a aussi continué de fléchir ces derniers mois, contrairement aux attentes de la Banque présentées dans le *Rapport* d'octobre. Cette diminution est attribuable à un niveau plus faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence, et aussi aux prix de l'essence moins élevés qu'escompté, reflétant des baisses à la fois dans les cours mondiaux du brut et dans les marges bénéficiaires (**Graphique 37**).

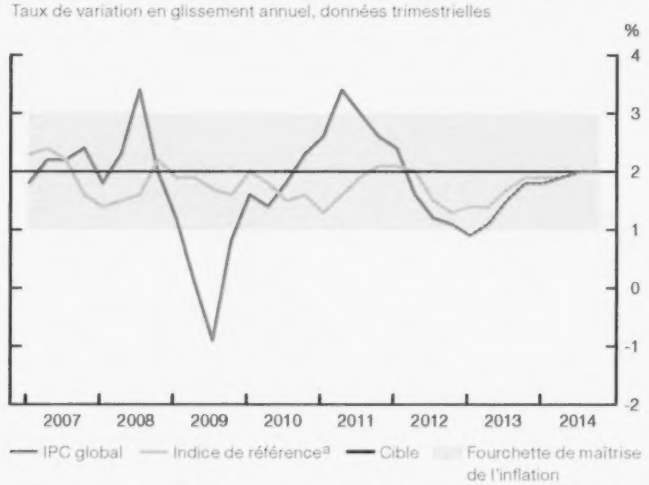
Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet hiver par la Banque, presque toutes les firmes sondées sont encore d'avis qu'au cours des deux prochaines années, la hausse moyenne des prix se maintiendra à l'intérieur de la

8 Alors que précédemment l'introduction des nouveaux modèles de véhicules de l'année dans l'échantillon de l'IPC de Statistique Canada se faisait principalement au mois de novembre, elle est dorénavant répartie plus largement sur l'année, ce qui concorde avec l'évolution des pratiques de l'industrie automobile.

Graphique 37 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'au second semestre de 2014**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les compilations de Consensus Economics publiées en janvier font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % pour 2013 et de 2,0 % pour 2014. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

La projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence a été revue à la baisse depuis la parution du Rapport *d'octobre.*

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée au cours des prochains trimestres avant de s'élever progressivement pour atteindre 2 % au cours du second semestre de 2014, la marge de capacités inutilisées se résorbant peu à peu et les attentes d'inflation restant bien ancrées (**Graphique 37**). En outre, on prévoit que la croissance de la rémunération du travail demeurera modeste, suivant en cela les récentes tendances affichées par la progression des salaires (**Graphique 27**). La projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence a été revue à la baisse depuis la parution du *Rapport* d'octobre, les capacités excédentaires devant être plus élevées que prévu au sein de l'économie canadienne pendant la majeure partie de la période de projection, et aussi du fait de la persistance escomptée au cours des trimestres à venir des récents chocs des prix relatifs[9].

La Banque prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % pendant la majeure partie de l'année à venir, avant de revenir à la cible au second semestre de 2014.

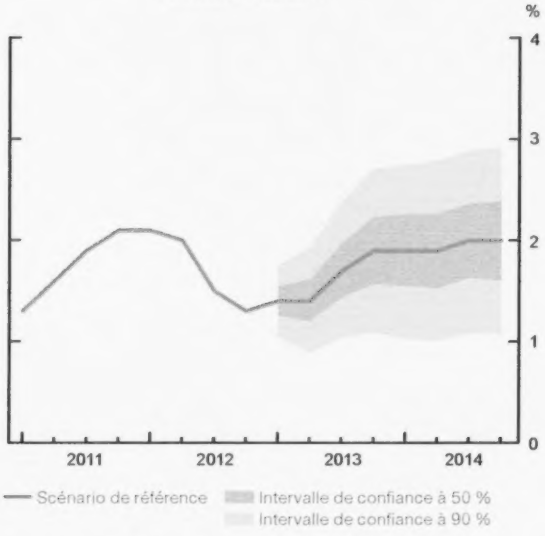
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait continuer d'avoisiner 1 % à court terme. Étant donné que le profil d'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence est plus faible et que les cours à terme laissent entrevoir des prix du pétrole similaires à ceux qui avaient été postulés en octobre, la Banque prévoit maintenant que l'inflation mesurée par l'IPC global demeurera sensiblement en deçà de la cible de 2 % pendant la majeure partie de l'année à venir, avant de revenir à la cible au second semestre de 2014.

La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

9 Comme on le supposait auparavant, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection. Voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport*.

Graphique 38 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

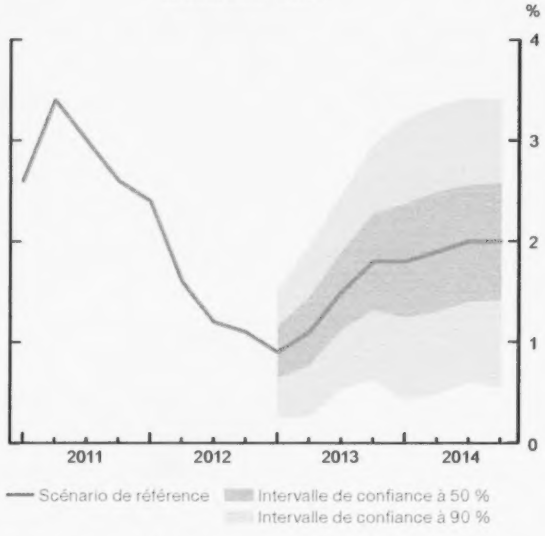
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

Graphique 39 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Source : Banque du Canada

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 38** et le **Graphique 39** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du premier trimestre de 2013 à la fin de 2014.

Les risques entourant les perspectives

Bien que les risques extrêmes à l'échelle mondiale aient diminué par suite d'une série de mesures prises par les autorités européennes et américaines, des risques importants continuent de peser sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada.

Les trois principaux risques à la hausse ont trait à la possibilité que la croissance de l'économie aux États-Unis soit plus forte que prévu, que les exportations canadiennes soient plus élevées et que l'investissement résidentiel au Canada affiche un dynamisme renouvelé.

- La demande du secteur privé aux États-Unis pourrait être plus vigoureuse qu'attendu si les répercussions négatives de l'incertitude en matière de politiques se dissipent plus rapidement ou si les dépenses des ménages croissent plus vite, compte tenu des améliorations survenues sur le marché du logement et du degré de désendettement qui a déjà eu lieu.
- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'anticipé si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement ou si la croissance mondiale est plus robuste qu'escompté. La contraction inattendue des exportations au second semestre de 2012 pourrait aussi faire place à un rebond plus prononcé en 2013.
- Bien qu'après avoir atteint des sommets inégalés, l'investissement résidentiel au Canada ait reculé comme prévu, il pourrait reprendre de l'élan, contribuant ainsi à augmenter la demande intérieure pendant un certain temps, mais accentuant les déséquilibres déjà présents.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une faiblesse prolongée des investissements des entreprises et des exportations canadiennes, et à la possibilité que la progression des dépenses des ménages canadiens soit plus faible.

- Quoique les risques immédiats aient diminué, les défis auxquels l'Europe est confrontée sur le plan des politiques publiques restent considérables et l'incapacité de contenir la crise demeure le risque le plus grave qui pèse sur les économies mondiale et canadienne.
- Le redressement projeté de la croissance économique au Canada en 2013 dépend dans une large mesure d'une amélioration des investissements des entreprises et des exportations nettes. Il existe un risque que les résultats médiocres enregistrés récemment à ce chapitre persistent plus longtemps que prévu, en particulier si la demande extérieure est plus faible ou si les prix des produits de base sont moins favorables.

- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait donner lieu à des dépenses plus faibles chez ces derniers. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.